



**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

**2009.
november**

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

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)
ISSN 1585-020X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és 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 szükségeszerűen 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 Virág Barnabás, a Monetáris Stratégia és közgazdasági elemzés vezető elemzője irányította, Hoffmann Mihály és Bauer Péter segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Balás Tamás, Baksay Gergely, Bauer Péter, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Hudecz András, Kaponya Éva, Kiss M. Norbert, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Rác Olivér Miklós, Reppa Zoltán, Schindler István, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Várhegyi Judit, Várnai Tímea. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2009. november 2 és november 23-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

1. A MAKROGAZDASÁGI ADATOK ÉRTÉKELÉSE	11
1. 1. <i>A gazdaságpolitikai intézkedések rövid távon sikeresen stabilizálták a világgazdaságot</i>	13
1. 2. <i>Hazai gazdasági környezet: a belső kereslet visszaesése egyre meghatározóbb</i>	16
1. 3. <i>Erősödő bér-alkalmazkodás a szolgáltató szektorban</i>	22
1. 4. <i>Egyre dominánsabb a gyenge kereslet árleszorító hatása</i>	25
2. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS HITELEZÉS	30
2. 1. <i>Fennmaradt a kedvező globális befektetői hangulat</i>	30
2. 2. <i>A feltörekvő piacok követték a globális hangulatot, több régiós országban azonban kockázatot jelent a fiskális egyensúlytalanság</i>	33
2. 3. <i>A hazai piacokat nagyobb részben kedvező folyamatok jellemezték</i>	34
2. 4. <i>Vegyesen alakultak a monetáris kondíciók</i>	37
2. 5. <i>A gazdasági alkalmazkodás továbbra is meghatározó a hazai bankrendszer hitelezési aktivitásában</i>	38
3. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK	42
3. 1. <i>Javuló külső keresleti kilátások</i>	43
3. 2. <i>Erős munkapiaci csatorna – alacsonyabb bérmegállapodások mérsékelhetik a várható létszámcsökkenést</i>	49
3. 3. <i>Éves horizonton túl tartósan cél alatti infláció</i>	54
3. 4. <i>Inflációs és növekedési kockázatok</i>	56
3. 5. <i>Növekvő kiadási oldali feszültségek veszélyeztethetik a 2010-es hiánycél teljesíthetőségét</i>	60
3. 6. <i>A korábbi éveknél tartósan kedvezőbb külső egyensúlyi pozícióra számítunk</i>	69
A JELENTÉS KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI 1998 - 2009	75

Összefoglaló

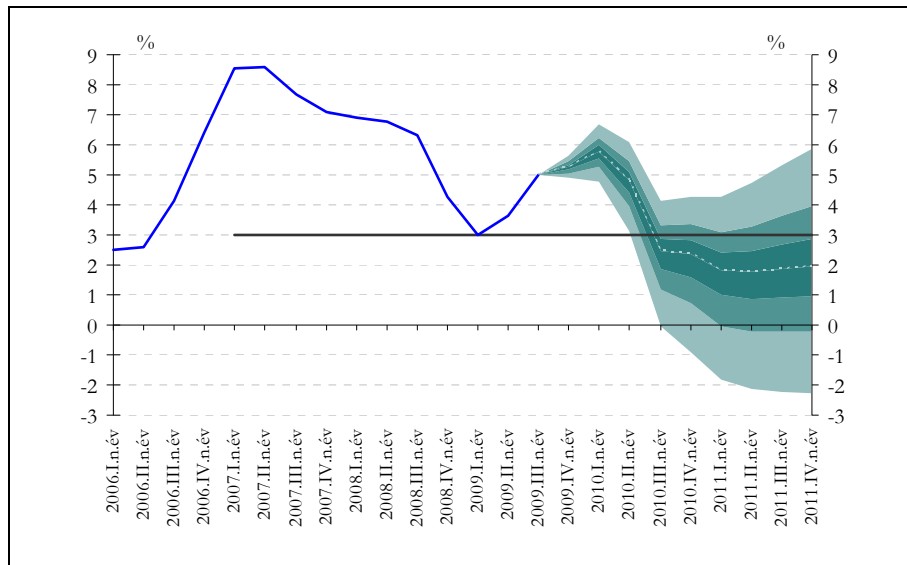
<p><i>A visszafogott belföldi keresleti környezet egyre markánsabb deflációs hatást okoz</i></p>	<p>A globális recesszió a gazdasági kibocsátás erőteljes csökkenését okozta Magyarországon. Bár a stabilizálódó nemzetközi környezettel összhangban az elmúlt negyedévekben a hazai exportértékesítések már emelkedtek, a belföldi kereslet erőteljes visszaesése továbbra is a GDP csökkenésében jelentkezik. A növekedés szerkezetét jellemző kettősség várhatóan a következő negyedévekben is hangsúlyos marad, ezzel hátráltatva a hazai gazdaság recesszióból történő kilábalását. Augusztusi előrejelzésünkhöz hasonlóan a gazdaság újbóli növekedésére csak 2010 közepétől számítunk.</p> <p>A visszaeső belföldi kereslet a gazdaság nominális alkalmazkodását is felgyorsította. Az általánosan szűkülő értékesítési lehetőségek egyre erőteljesebb árleszorító hatással bírnak. Ennek megfelelően a júliusi indirektadó-emeléseket követően a várakozásoktól elmaradó árszint-emelkedést figyelhettünk meg, miközben a korábban tartósan magas árnövekedést mutató piaci szolgáltatások esetében is markáns defláció bontakozott ki. Az egyre visszafogottabb árazási döntéseket a nominális bérek lassulása is követi. A folyamat várhatóan a következő években is jellemző marad, ezzel segítve egy tartósan alacsony inflációs pálya kialakulását.</p> <p>A növekedési szempontból kedvezőtlen belföldi keresleti folyamatok jelentősen mérsékeltek a magyar gazdaság külső finanszírozási igényét és egyben ebből adódó sebezhetőségét is. A fenntarthatóbb külső egyensúlyi pozíció a növekedés dinamizálódásakor is jellemző maradhat.</p>
<p><i>A javuló magyar kockázati megítélést a nemzetközi hangulat mellett hazai folyamatok is segítették</i></p>	<p>A változatlanul javuló globális befektetői hangulat a magyar kockázati megítélést is kedvezően érinti. Valamennyi kockázati megítélést mérő mutatónk további csökkenést mutatott, miközben az árfolyam az év első felében tapasztaltnál erősebb szinten alakult. A magyar kockázati megítélés javulását a nemzetközi környezet mellett a hazai folyamatok is támogatták. A reálgazdasági alkalmazkodás a külső finanszírozási igény drasztikus csökkenését okozta, miközben a költségvetés fenntarthatóságának megteremtésére hozott kormányzati intézkedések az államháztartási hiánypálya – nemzetközi összehasonlításokban is visszaigazolt – megítélését javították.</p>
<p><i>A vállalati hitelezést a szigorú hitelezési feltételek fennmaradása is lassíthatja</i></p>	<p>A visszafogott hitelaktivitás, illetve a megnövekedett lakossági és vállalati betételhelyezés a hitel/betét mutató fokozatos csökkenését eredményezte. A hitelkínálati feltételek a vállalati szektorban az elmúlt hónapokban tovább szigorodtak, míg hasonló elmozdulást a lakosság esetében általánosságban már nem tapasztalhattunk. Az alacsony hazai hitel-aktivásban a kínálati mellett a keresleti hatások is egyre markánsabban megjelenhettek. A csökkenő belföldi kamatszint versenyképesebbé teheti a forintban denominált hiteleket, aminek hatása az új hitelkihelyezésekben is érvényesülhet.</p> <p>A kedvezőtlen gazdasági környezetből adódó portfólió-romlás miatti veszteségek az idei év közepétől fokozatosan növekedhetnek. Előrejelzésünk szempontjából kockázatot jelenthet az európai bankrendszer tőke-ellátottságának alakulása. Az európai veszteségleírások az anyabanki kapcsolatokon keresztül a még</p>

	jelenleg is magas hitel/betét mutatóval működő hazai bankrendszer alkalmazkodási kényszerét is felgyorsíthatja, ami további negatív kockázatokat jelenthet a hazai növekedésre.
<i>A jelentősen csökkenő belföldi kereslet a külső egyensúly gyors javulásában is jelentkezett</i>	Az erőteljes reálgazdasági változások a magyar gazdaság külső finanszírozási igényének, és ebből adódó sebezhetőségének mérséklődését eredményezték. A külső egyensúly javulását a stabilizálódó exportfolyamatok mellett a gazdaság drasztikusan csökkenő importigénye okozza. A főbb belföldi jövedelemtulajdonosok pozícióját illetően érdemes kiemelni a háztartások megváltozott fogyasztási-megtakarítási viselkedését, ami teljes előrejelzési horizontunkon a gazdaság finanszírozási igényeinek a korábbiaknál egészségesebb – belföldi forrásokon alapuló – finanszírozási szerkezetét teszi lehetővé.
<i>Sikeresnek bizonyult a globális gazdaságpolitikai stabilizáció, ám a növekedési folyamatok változatlanul rendkívül törékenyek</i>	A válság kitörését követően a világ fejlett régióiban meghozott gazdaságösztönző intézkedések rövid távon sikeresen stabilizálták a globális gazdasági folyamatokat. A második és harmadik negyedéves növekedési adatok a gazdasági növekedés újbóli beindulására utalnak. A kedvező rövid távú fejlemények a bizalmi indikátorok mellett a főbb nemzetközi intézmények makrogazdasági előrejelzéseit is pozitívan befolyásolták. Ezzel összhangban a magyar gazdaság várhatóan az augusztusi előrejelzésünkben szereplőnél kedvezőbb nemzetközi konjunkturális környezetben szembesül. A folyamat fenntarthatóságát azonban számos – az államadósságok fenntarthatóságához, a munkapiaci folyamatok alakulásához, a bankrendszer állapotához és a nyersanyagárak emelkedéséhez kapcsolódó – kockázat övezi. Ezen kockázatok esetleges realizálódása ismét egy kedvezőtlenebb nemzetközi konjunkturális környezetet eredményezhet.
<i>A kedvezőbbé váló külső feltételek ellenére a hazai növekedési folyamatokat a belföldi kereslet visszaesése dominálja</i>	A stabilizálódó külső feltételek a hazai exportértékesítéseket is élénkítették, ám a hazai GDP pályát a belföldi kereslet csökkenése változatlanul negatívan érinti. A főbb belföldi keresleti folyamatok tekintetében továbbra is a lakossági fogyasztás visszaesése, a vállalati beruházások elhalasztása és a meglévő készletek gyors leépítése jellemző. A háztartások fogyasztási döntéseit az indirektadó-emelést megelőző hónapokban időzítési megfontolások pozitívan befolyásolták, az év második felében újból a negatív trend erősödése lehet jellemző. A vállalatok készletleépítése a korábban tapasztaltnál gyorsabban és erőteljesebben következett be. A folyamatot a konjunktúra kilátások alakulása mellett átmeneti rövid távú finanszírozási problémák is okozhatták.
<i>Erősödő béralkalmazkodás a szolgáltató szektorban</i>	A visszafogott keresleti környezetben a vállalatok továbbra is munkaerő-költségeik lefaragásával próbálják stabilizálni működőképességüket. A folyamat eredményeként a versenyszektor bérindexe a korábbi években tapasztaltnál lényegesen alacsonyabb szintre süllyedt. Különösen markáns béralkalmazkodást tapasztalhatunk a korábban tartósan magas bérnövekedést mutató piaci szolgáltató ágazatok esetében, míg az év elején rendkívül visszafogott feldolgozóipari bérdinamika az exportértékesítések élénkülésével párhuzamosan tovább emelkedett.

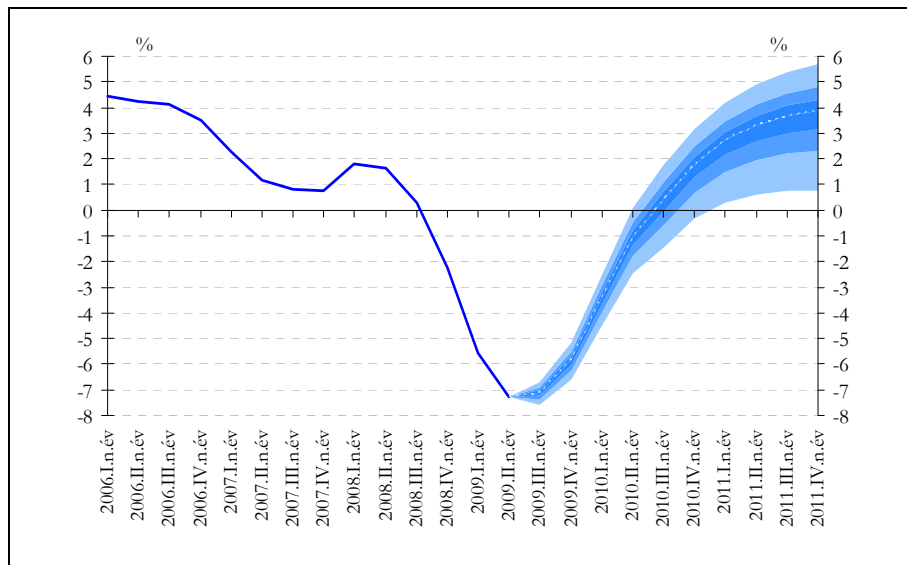
	<p>A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az elmúlt hónapokban érdemben nem változott. A versenyszféra csökkenő ütemű leépítéseit az állami szektor – az „Út a munkába programnak” köszönhetően – növekvő foglalkoztatása ellensúlyozta. Az állásukat elvesztő foglalkoztatottak továbbra is a korábbiaknál nagyobb arányban maradnak a munkapiacra, ami változatlanul laza munkapiaci feltételeket eredményez.</p>
<p><i>A recessziós gazdasági környezet egyre erőteljesebb árszorító tényezőként jelentkezik</i></p>	<p>Az elmúlt hónapok inflációs adatai a várakozásainknál alacsonyabban alakultak, amit közel azonos mértékben indokoltak a csökkenő feldolgozatlan élelmiszerárak, illetve a vártnál kedvezőbb maginflációs adatok. Utóbbi folyamatok a recessziós makrogazdasági környezet egyre erőteljesebb árszorító hatására utalnak, ami az indirektadó-emelés esetében is a korábbi tapasztalatainknál kisebb mértékű árszint-emelő hatást eredményezett. Az előző években magas szinten alakuló piaci szolgáltatások inflációjának lassulása az elmúlt negyedévekben tartós folyamattá vált, ami összhangban állhat a szektor bérezésében megfigyelt hasonló elmozdulásokkal.</p>
<p><i>Továbbra is tartósan elhúzódó hazai recesszióra számítunk, az infláció a közép távú cél alá süllyedhet</i></p>	<p>Alapfeltevéseink érvényessége mellett (melyek közül a legfontosabbak a 7,0 százalékos alapkamat, 268,7 forint/euro árfolyam és 80 dollár/hordó körüli olajár) változatlan elhúzódó recesszióra számítunk. Bár a várhatóan kedvezőbben alakuló nemzetközi környezet 2010-ben a hazai növekedési kilátásokat is pozitívan érinti, előrejelzésünk szerint továbbra is a kényszerűen prociklikus költségvetési és monetáris politika, illetve a magánszektor folytatódó alkalmazkodásának negatív növekedési hatása lehet domináns. A hazai gazdaság dinamizálódására – a fejlett európai és a régiós gazdaságoktól elmaradva – csak 2010 közepétől számítunk.</p> <p>A 2009. évi indirektadó-intézkedések átmeneti árindex-emelő hatásainak kifutásával a fogyasztói infláció tartósan a középtávú inflációs cél alá süllyedhet és még 2011-ben is várhatóan 2 százalék körül alakul. Előrejelzésünkben az olajárak emelkedésének inflációs hatásait a maginflációs folyamatokkal kapcsolatos alacsonyabb várakozásaink ellensúlyozták. A tartósan alacsony inflációs környezetet a visszafogottan alakuló belföldi kereslet mellett a várt munkapiaci alkalmazkodási folyamat is támogatja. Az inflációs kockázatokat illetően az elmúlt hónapokban oldódott a jelentős indirektadó-emelések miatt megnövekvő inflációs várakozások veszélye.</p>
<p><i>Az óvatossági motívumok felértékelődnek a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben</i></p>	<p>A válság gyors – az elmúlt években jellemzően devizában denominált – eladósodási folyamat közben érte a magyar háztartásokat. A romló munkapiaci kilátások, a csökkenő hitelaktivitás a szektor szereplőit is mérlegük további kiugazítására ösztönzi, ami a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növekedését eredményezi. Ez utóbbi folyamatot kezdetben csak a hitelaktivitás drasztikus csökkenése támogatta, ám az idei év közepétől már a szektor pénzügyi eszköz-felhalmozása is egyre erősebb lehet, ami az óvatossági motívumok hangsúlyosabb megjelenésére utal. Előrejelzési horizontunkon a</p>

	háztartások pénzügyi pozíciójának további kis mértékű javulására számítunk.
<i>A vállalati profithelyzet stabilizálása alacsony bérköltség-emelkedést és visszafogott beruházási aktivitást valószínűsít</i>	A vállalatok viselkedését a gyenge profithelyzethez történő alkalmazkodás vezérli. A jelenlegi historikusan alacsony kapacitáskihasználtság mellett a következő negyedévekben érdemi beruházásnövekedés továbbra sem indokolt, míg a korábbi években tapasztaltnál általánosan alacsonyabb profitszint a bérköltségek visszafogott emelésével lehet konzisztens. A vállalati készletek gyors leépítése az idei év közepéig befejeződhetett, ám a készletciklus erőteljes fordulatára nem számítunk. A visszafogott keresleti környezetben a szektor várhatóan az előző években tapasztaltnál alacsonyabb készlet-szintet tart fenn.
<i>Nettó külső forrásbevonás nélkül is finanszírozhatóvá válik a hazai gazdaság</i>	Az idei évben a gazdaság nettó finanszírozási képessége várhatóan pozitívan alakul. A külső egyensúlyi pozíció gyors javulását átmeneti tényezők is segíthették, de előrejelzési horizontunkon ezek kifizetése mellett várhatóan nettó külföldi forrásbevonás nélkül is finanszírozhatóvá válik a hazai gazdaság. Az elkövetkező években a jövedelem egyenleg a profithelyzet normalizálódásával várhatóan romlik, ám ennek egyenlegrontó hatásait a reálgazdasági egyenleg javulása, illetve az EU-források beáramlása ellensúlyozza.
<i>A 2010-es hiánycél csak abban az esetben lehet elérhető, amennyiben a költségvetésben lévő tartalékok jelentős része nem kerül elköltésre</i>	Alap-előrejelzésünkben – egyre növekvő kiadási oldali feszültségek mellett – a 2009-re kitűzött költségvetési hiánypálya enyhe túllépésére számítunk. A 2010-s hiánycél csak a költségvetésben lévő tartalékok nagyobb részének eltörlése esetén lehet elérhető. Amennyiben a 2009-s hiánycél esetleges teljesítését átmeneti intézkedések teszik lehetővé, az a 2010-s költségvetési pályában meglévő kiadás oldali kockázatokat is tovább növelheti. 2011-ben – további intézkedések nélkül – a költségvetési hiány szinten maradására számítunk. A folyó kiadási feszültségek mellett, előrejelzési horizontunkon egyre erősödő problémát jelenthet az állami körbe tartozó vállalatok adósságának növekvő konszolidálási igénye. A jövőben várható konszolidáció végrehajtásának időpontjában okozhat magasabb hiányt.

1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



2. ábra: 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	4.1	3.0	1.3
Fogyasztóiár-index	6.1	4.2	3.9	1.9
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP alapon)	2.1	-4.6	0.9	2.1
Háztartások fogyasztási kiadása	-0.5	-8.1	-3.0	3.1
Állóeszköz-felhalmozás	-2.6	-8.1	1.4	4.3
Belföldi felhasználás	0.4	-10.1	-1.6	2.9
Export	4.8	-12.3	3.6	8.6
Import	4.7	-16.5	2.7	8.4
GDP*	0.6	-6.7	-0.6	3.4
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7.2	-0.5	-1.5	-1.4
Külső finanszírozási képesség	-6.2	1.5	0.1	0.9
Államháztartás²				
ESA egyenleg ³	-3,8	-4,0	-4,3 (-3,8)	-4,3
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	7.6	0.8	2.5	3.8
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-1.2	-2.7	-1.2	0.3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	8,5 (8,0)	4.4	3.7	3.8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-1.1	-3.8	-2.2	0.4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	6.0	8.8	-1.2	0.4
Lakossági reáljövedelem**	-0.5	-4.1	-1.7	2,0

¹ 2009. májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre. ² A GDP arányában
³ Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok jelentős részének eltorlása mellett elérhető biány. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint. ⁶ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

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

* Naptári hatással nem korrigált adatok.

** MNB becslés.

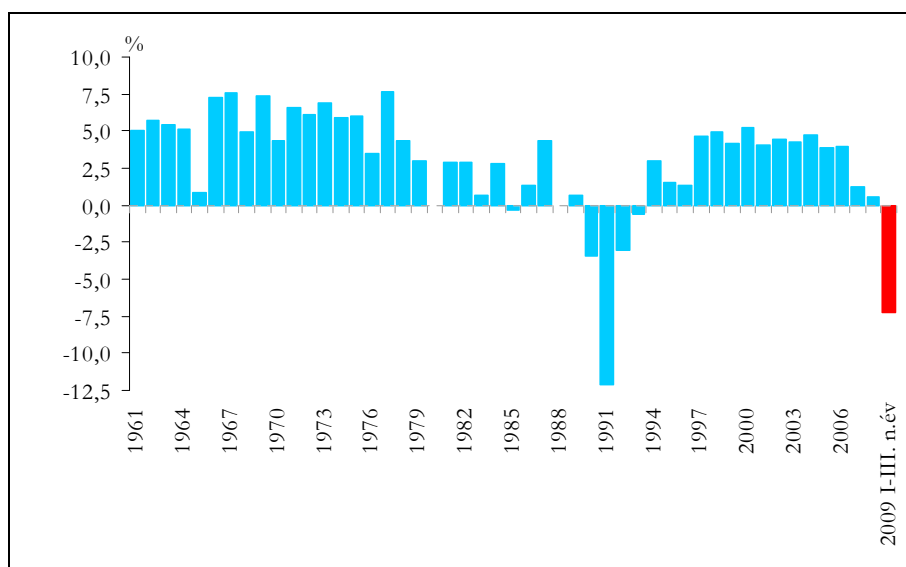
1. A makrogazdasági adatok értékelése

Az év közepétől enyhén lassult a gazdasági visszaesés üteme

A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság legyengült állapotban érte a hazai gazdaságot. Jelentős külső egyensúlytalanság és eladósodás valamint a kormányzati intézkedések következtében visszafogott lakossági fogyasztás és alacsony beruházási aktivitás jellemezte a hazai folyamatokat a globális recesszió kitörését megelőző években. A tavalyi év szeptemberétől jellemző drasztikusan romló külső keresleti feltételek, illetve a szigorodó hitelezési környezet további jelentős alkalmazkodási kényszert okozott a gazdaság valamennyi szereplője számára, ami a nemzetgazdasági kibocsátás jelentős csökkenésében is jelentkezett.

A fejlett gazdaságokban bevezetett gazdaságélénkítő intézkedések az elmúlt negyedévekben rövid távon megfelelően stabilizálták a globális gazdasági környezetet. Az ipari termelés és exportértékesítés az év eleje óta általánosan növekszik, míg a harmadik negyedévben már a legtöbb gazdaságban pozitív GDP-dinamika volt jellemző. A harmadik negyedéves adatok ismeretében egyre nyilvánvalóbb, hogy a válság hónapjaiban rendelkezésre álló gazdaságpolitikai mozgástér egyre látványosabban befolyásolja a kilábalás sebességét. Az elmúlt években gyors állami és magáneladósodással, illetve eszközár-buborékok felépülésével jellemezhető gazdaságokban a belső kereslet jelentős visszaesése továbbra is visszafogja a gazdaságok teljesítményét. A kibocsátás csökkenése ezen ország-csoportban lényegesen mélyebb lehet, miközben a felívelés is – csak a gazdaságélénkítő intézkedéseket alkalmazó gazdaságoktól – elmaradva kezdődhet el. A gazdaságpolitikai mozgástér hiánya a hazai növekedési folyamatokban is egyértelműen megfigyelhető.

1-1. ábra: Gazdasági növekedés Magyarországon
(az előző év azonos időszakához képest)

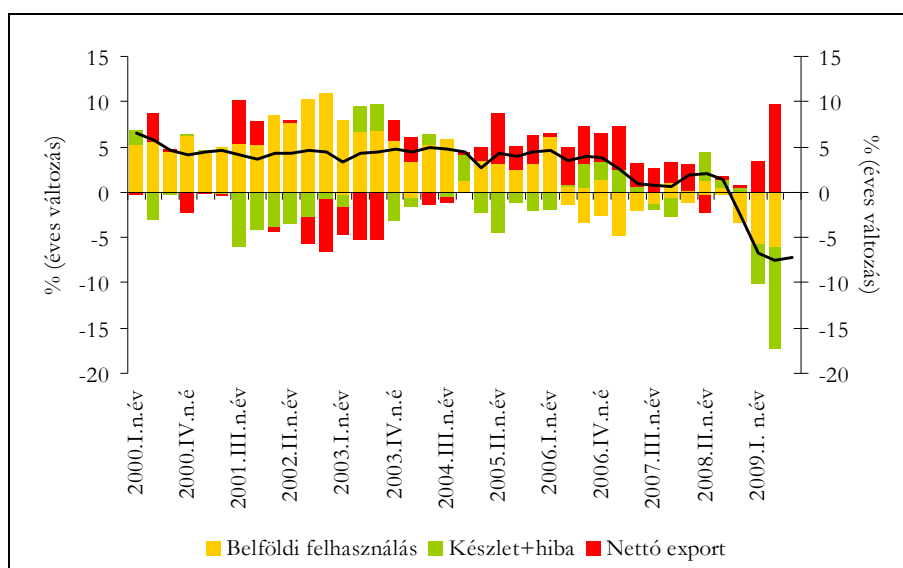


2009 első kilenc hónapjában az előző év azonos időszakához képest több, mint 7 százalékkal csökkent a magyar gazdaság GDP-je. Hasonló mértékű kibocsátás-vesztés a hazai folyamatokban legutoljára a rendszerváltást követő években figyelhattunk meg. A külső keresleti környezet a hazai exportértékesítéseket is pozitívan befolyásolta, ám ez csak részben ellensúlyozta a belföldi kereslet jelentős csökkenését. Ezzel összhangban a

harmadik negyedéves adatok még csak a visszaesés ütemének enyhe mérséklődését jelezték, míg érdemi felívelésre továbbra sem számíthatunk. A fenntartható adósságpálya eléréseért meghozott kényszerű kormányzati intézkedések jelentékenyen visszafogják a belföldi keresletet, miközben a pénzügyi stabilitás biztosítása a monetáris politikára is prociklikus viselkedést kényszerít. Ennek megfelelően a hazai makrogazdasági környezetet továbbra is a prociklikus monetáris és költségvetési politika, a visszafogott hitelaktivitás és a korábbi években tapasztaltnál alacsonyabb bővüléssel jellemezhető külső keresleti feltételek alakítják.

A GDP második negyedévi csökkenése szerkezetében feltevéseinktől kissé eltérőnek bizonyult. Felhasználási oldalon néhány átmeneti tényezőnek köszönhetően a főbb keresleti komponensek (fogyasztás, beruházás) illetve a nettó export is a vártnál kedvezőbb növekedési hozzájárulással rendelkezett, aminek pozitív hatásait a készletek gyors és erőteljes leépítése ellensúlyozta. A belföldi keresletet érintő átmeneti hatások a harmadik negyedévben korrigálódhattak, így az élénkülő export-értékesítések ellenére a hazai GDP-t a tavalyi év vége óta megfigyelhető visszaesés jellemzi.

1-2. ábra: Felhasználás oldali tételek hozzájárulása a kibocsátáshoz*
(éves változás)

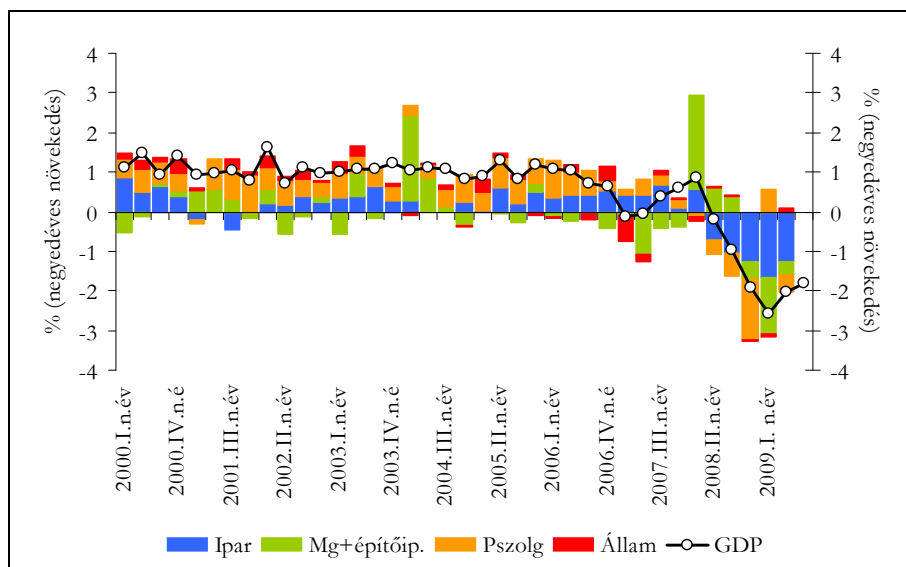


* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétoztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyelttől),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

Termelési oldalon a legnagyobb nemzetgazdasági szektorok jelentős mértékű negatív hozzájárulást eredményeztek. Ezen belül az év közepéig az ipar visszaesése volt meghatározó, amit a stabilizálódó külső keresleti környezetben az alacsony belföldi értékesítések, illetve a készleteknek az év első felében tapasztalt drasztikus leépítése okozhatta. A harmadik negyedévben az ipari termelés – exportértékesítések által vezérelt – konszolidációja tovább folytatódott, a szektor hozzáadott értéke már meghaladhatta az előző negyedévi szintjét. A piaci szolgáltató ágazatok teljesítményét egyre markánsabban érintette a recesszió, ennek hatásai különösen a harmadik negyedéves adatban lehettek látványosak. A kibocsátás csökkenése különösen a belföldi kereslet visszaesése által

érzékenyen érintett ágazatok (kereskedelem, turizmus, szállítás) esetében jelentős. A pénzügyi szolgáltató szektor vállalatai továbbra is csak mérsékelt profitvesztést szenvedtek el. A kisebb súlyú piaci ágazatok teljesítménye az elmúlt negyedévekben tovább csökkenhetett, míg az állam növekedési hozzájárulása közel semleges maradt.

1-3. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok hozzájárulása a kibocsátáshoz
(negyedéves növekedés, szezonálisan igazított adatok alapján)



A rendkívül visszafogott keresleti környezetben a vállalatok áremelések helyett továbbra is munkaerőköltségeik kiigazításával és beruházási döntéseik elhalasztásával próbálják stabilizálni jövedelmi helyzetüket. A folyamat eredményeként a versenyszféra bérdinamikája – főleg a szolgáltató szektorban – tovább mérséklődött. Bár a feldolgozóiparban lassult a vállalatok munkapiaci bér- és létszám-alkalmazkodása, ez azonban összhangban lehet az elmúlt hónapok kedvezőbb konjunkturális folyamataival.

A belföldi kereslet csökkenése egyre erőteljesebb koordináló hatással bír a hazai árazási döntésekben. A júliusi indirektadó-emelések következtében az árindex ismét 5 százalékos köré emelkedett, de adóhatásokat kiszűrve trendmutatóink a második negyedéves megtorpanást követően ismét erősödő deflációs környezetet jeleznek.

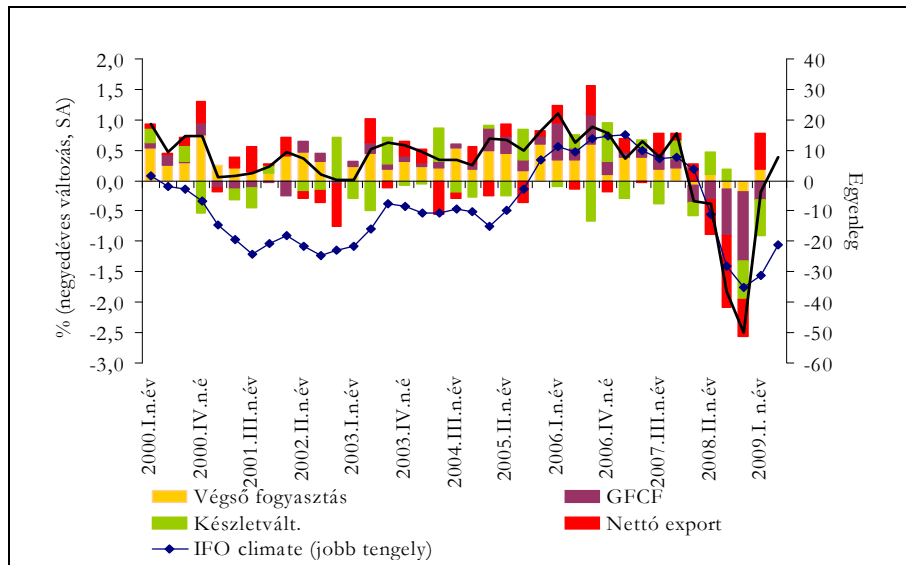
1.1. A gazdaságpolitikai intézkedések rövid távon sikeresen stabilizálták a világgazdaságot

A fejlett gazdaságok által hozott keresletösztönző gazdaságpolitikai intézkedések rövid távon sikeresen stabilizálták a nemzetközi gazdasági környezetet. Az intézkedések eredményeként egy évvel a válság kitörését követően a világ fejlettebb régióiban ismét a GDP bővülését tapasztalhatjuk. Érdeemes megjegyezni, hogy a harmadik negyedéves nemzetközi GDP-növekedést érdemi egyedi hatások is segíthették (pl. roncsprémium-program, a válság időszakában jelentősen csökkenő vállalati készletek újbóli feltöltése), ezek kifutásával a gazdasági kilábalás az elmúlt hónapokban tapasztaltnál lassabb ütemben folytatódhat.

A korábbiaknál kedvezőbb helyzetre a nagy nemzetközi intézmények is növekedési kilátásaik módosításával reagáltak. Megítélésük szerint a világgazdaságban a vártnál

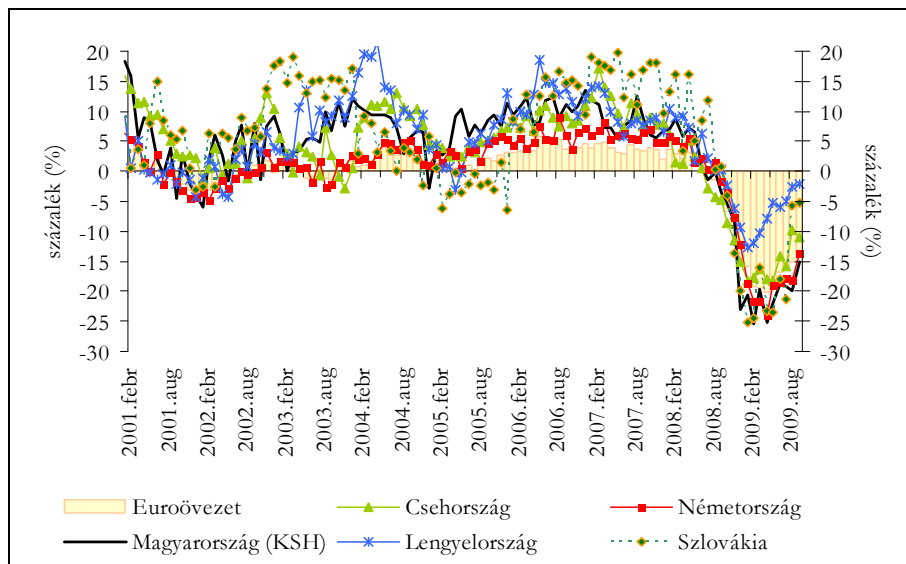
korábban kezdődik meg a gazdasági fellendülés, ami az eurozóna esetében is már 2010-ben enyhe emelkedést valószínűsít.

1-4. ábra: Az eurozóna növekedése és az IFO bizalmi indikátor



A bevezetett gazdaságpolitikai intézkedések – legfontosabb külkereskedelmi partnerünk – Németország gazdasági folyamatait is stabilizálták. A GDP a harmadik negyedévben már növekedett és az új ipari rendelések is folyamatos erősödést mutattak, ami a régiós gazdaságok exportértékesítéseit is kedvezően befolyásolta.

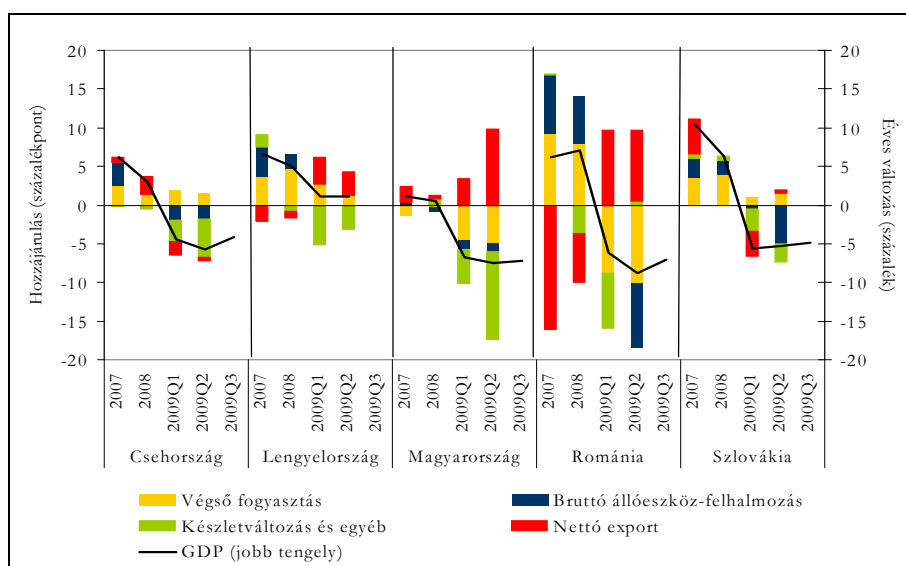
1-5. ábra: Az ipari termelés alakulása a régióban, az eurózónában és Németországban (éves változás)



A globális recesszió a régió országaiban is jelentős növekedési veszteségeket okozott. A GDP éves összehasonlításban 2009 első felében általában 5-8 százalékkal mérséklődött. Egyetlen kivételt Lengyelország jelent, ahol a GDP-dinamika a relatíve kedvező export teljesítménynek, illetve a változatlanul növekvő lakossági keresletnek köszönhetően

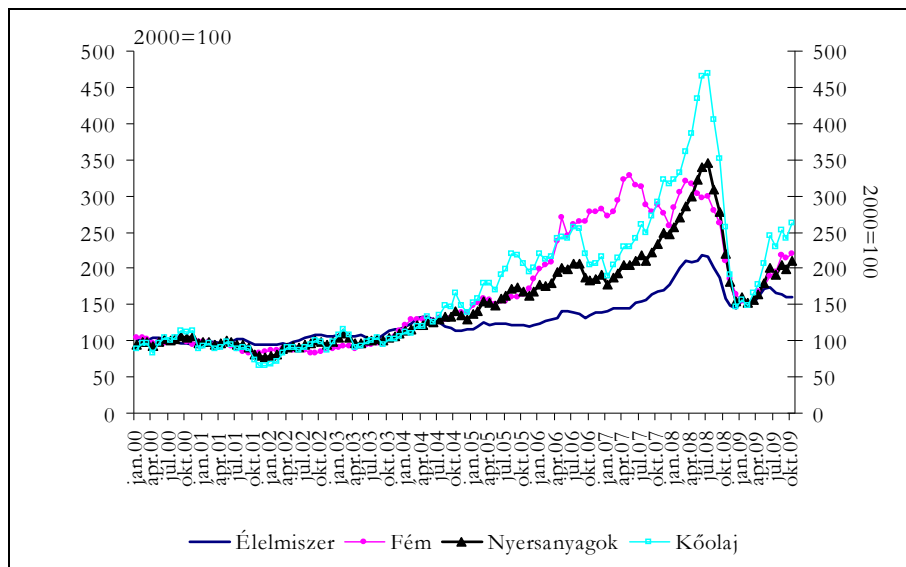
folyamatosan pozitív tartományban tartózkodik. A növekedés szerkezetében, illetve a harmadik negyedéves GDP-adatokban azonban már egyre markánsabb eltérésekhez vezetett az egyes országok számára rendelkezésre álló gazdaságpolitikai mozgástér. Azon államok, amelyek a válság előtt jelentős adósságállománnyal (Magyarország), illetve gyors eladósodással és a múltban felépült eszközár-buborékkal rendelkeztek (Románia), a rövid távú gazdaságpolitikai impulzusok terén szűk mozgástérrel szembesültek, ami az általánosan kedvezőtlen munkapiaci hatások mellett a lakossági fogyasztás erőteljesebb visszaesését eredményezte. Ezzel szemben az érdemi fiskális és monetáris lazítást alkalmazó gazdaságok (Csehország, Szlovákia) a második negyedévtől a változatlanul növekvő belföldi fogyasztásnak köszönhetően már enyhe GDP-növekedést is felmutattak. Az eltérő gazdaságpolitikai viselkedés a következő negyedévekben egyre markánsabb eltéréseket okozhat a növekedési pályákban. Régiós szinten általánosan megfigyelhető jelenség volt a készletek gyors leépítése, a beruházások visszafogása, illetve a külső egyensúlyi pozíció javulása.

1-6. ábra: A felhasználási tételek hozzájárulása a GDP éves változásához a régióban



A recessziós gazdasági környezet az év elejéig a világpiaci nyersanyagárakban is korrekciót eredményezett. 2009 év első negyedévet követően azonban ismét emelkedő periódust tapasztalunk, és az árak jelenleg is a historikus átlagukat meghaladó szinten tartózkodnak. A folyamat háttérben a javuló keresleti kilátások mellett, a jelentős likviditási feleslegekkel működő pénzügyi szereplők spekulációs döntései is állhatnak. Összességében a továbbra is magas szinten álló és ismételen növekvő nyersanyagárak további kockázatot jelenthetnek a globális gazdasági fellendülés fenntarthatóságát illetően.

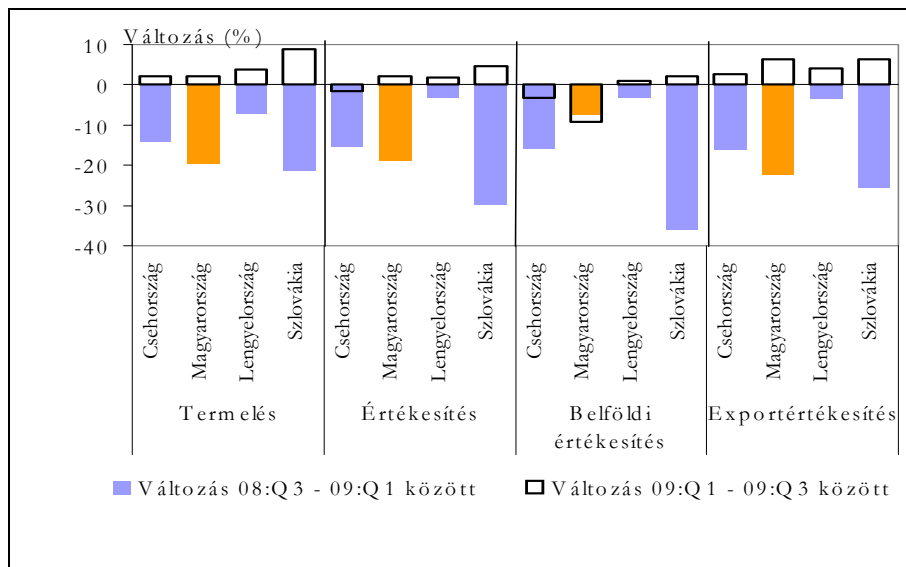
1-7. ábra: Világpiaci nyersanyagárak alakulása



1. 2. Hazai gazdasági környezet: a belső kereslet visszaesése egyre meghatározóbb

Magyar szempontból kérdéses lehet, hogy a gazdaság hogyan reagál a megváltozott, élénkülés jeleit mutató külső konjunktúrára. Az év elejéig tartó jelentős visszaesést követően a hazai ipari termelés is a stabilizáció jeleit mutatja, ám az alacsony szintről érdemi pozitív irányú elmozdulást egészen szeptemberig nem tapasztalhattunk. A hazai ipari teljesítmény javulása régiós összehasonlításokban is egyre markánsabb lemaradást jelez. Ennek oka döntően a belföldi értékesítések csökkenése, miközben az exportszektor a régiós átlagnak megfelelően teljesít. Érdekes azonban megjegyezni, hogy múltbeli tapasztalataink alapján a belföldi értékesítések is jelentős részben kapcsolódtak az export-értékesítésekhez. Így a belföldi kereslet csökkenése mellett egyéb hatások (pl. a kis- és középvállalatok finanszírozási nehézségei) is szerepet játszhattak a belföldi eladások visszaesésében. Összességében a hazai exportszektor kibocsátása pozitívan reagált a külső keresleti környezet javulására, ám hazánk esetében a visszafogott belföldi kereslet az ipari termelés esetében is a régiós folyamatoktól elmaradó mértékű bővülést okozott.

1-8. ábra: Feldolgozóipari termelés és értékesítés



A piaci szolgáltatások visszaesése érdemben nem mélyült tovább az év közepéig. Ennek háttérében azonban számos egyedi, átmeneti tényezőt is azonosíthatunk. A július 1-ével bevezetett kormányzati intézkedések (a lakástámogatási rendszer szigorítása, az indirekt-adók emelése) miatt előrehozott vásárlások átmenetileg élénkíthették az újlakás-piac és néhány tartós fogyasztási cikk forgalmát. Ezen egyedi hatások a harmadik negyedévtől már nem jelentkeznek, így korrekciójukat követően egyre nyilvánvalóbbá válnak a kedvezőtlen makrogazdasági környezet, illetve a prociklikus gazdaságpolitika keresletméréselő hatásai. A visszaeső tendencia az ágazatok széles körében jelentkezik. A kedvezőtlen belső keresleti feltételekkel összhangban folytatódott a kereskedelem-turizmus ágazat teljesítményének csökkenése, illetve az áruszállítási igények mérséklődésének megfelelően a szállítás ágazat kibocsátása is visszaesést mutathat. A kiskereskedelem értékesítéseit – az előrehozott vásárlások hatásának kifutását követően – az év második felében kétszámjegyű csökkenés jellemezte. Ezzel ellentétben a pénzügyi szolgáltatások hozzáadott értéke az év első felében még vártnál jobban alakult, ám ennek háttérében a pénzügyi közvetítő rendszer befektetési tevékenységének kedvező eredményei állnak, ami az év második felében – éves összevetésben – már egyre kevésbé lehet jellemző.

A kisebb súlyú ágazatok közül a mezőgazdaságban a tavalyi rekordtermés jelentősen megemelte az ágazat hozzáadott értékét. Bár a mezőgazdaság az idei évben is az átlagosnál jobb terméseredményeket produkált, ám ennek hatása a tavalyi év rendkívül magas bázisa miatt a növekedési adatokban nem érvényesül. Az építőipar termelése a második negyedévben a várakozásainknál kedvezőbben alakult, amelyben az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásoknak meghatározó szerepe lehetett. A hatás várhatóan átmenetinek bizonyul, amit a harmadik negyedévben ismét a kibocsátás csökkenése követ.

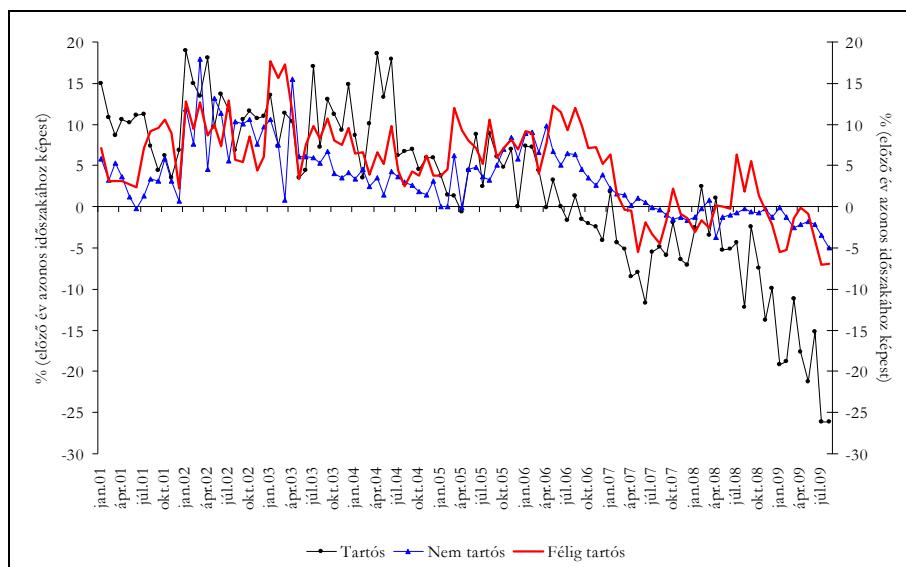
A versenyszféra gyenge teljesítményét némileg ellensúlyozta az állami szektor kedvező hozzájárulása, melyet főként az „Út a munkába” program növekvő igénybevétele magyaráz. A program átmeneti jellege miatt középtávú növekedési hatása kérdéses.

A felhasználási oldalról a főbb belföldi keresleti komponensek alakulását számos átmeneti tényező befolyásolta. Az átmeneti tényezők kifutásával az év közepétől azonban egyre dominánsabban jelentkezik a belföldi kereslet jelentős visszaesése, ami a kedvezőbbé váló

külső konjunktúra mellett is meghatározó marad a hazai GDP alakulásában. Összhangban a dinamizálódó exportértékesítésekkel és a – visszafogott belföldi kereslet következtében – alacsony importigénnyel a nettó export növekedési hozzájárulása változatlanul erősen pozitív, míg a készletállományokat gyors csökkenés jellemzi.

Az erősödő munkapiaci alkalmazkodás, az indirektadó-emelések miatt megugró infláció és az állami intézkedések a lakossági reáljövedelmek csökkenését okozzák. Emellett az elmúlt években tapasztalt gyors eladósodás a háztartásokat is mérlegeik kiigazítására ösztönzi. Ez a tényező a bankszektor alacsony hitelkínálatával párosulva a fogyasztási döntések visszafogását eredményezi. Az említett hatások ellenére a második negyedéves fogyasztási adatok várakozásainknál némileg kedvezőbben alakultak. A jelenség háttérben döntően átmeneti hatásokat találtunk. A júliusi indirektadó-emelés hatására a fogyasztók bizonyos termékkörökben előrehozták vásárlásaikat. Ezen időzítési megfontolások főleg a nagy értékű tartós fogyasztási cikkek, illetve a jelentős áremelkedéssel jellemezhető jövedéki termékek esetében okozhatta a fogyasztási pálya átmeneti megváltozását. Ez a hatás az említett termékkörökben a harmadik negyedév kiskereskedelmi adatai alapján látványosan korrigálódott így az év második felében a lakossági fogyasztás további jelentős visszaesésére számíthatunk. A harmadik negyedévben folytatódhat a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak növekedése. A folyamatot a visszafogott hitelaktivitás mellett az elmúlt hónapokban már a növekvő pénzügyieszköz-felhalmozás is segítette, ami az óvatossági motívumok erősödésére utal.

1-9. ábra: Kiskereskedelmi értékesítések alakulása*



* *tartós termék: jármű, bútor, háztartási cikk, építőanyag és egyéb iparcikk; fél-tartós termékek: ruházati termékek, lábbeli, gyógyszer, használt cikkek, csomagküldő szolgáltatás; nem tartós termékek: élelmiszer jellegű termékek, üzemanyag*

A második negyedévben megtorpant a nemzetgazdasági beruházások közel két éve tartó folyamatos visszaesése. A kedvező elmozdulás főleg – az építőipari termelésnél már említett – állami infrastrukturális beruházásoknak köszönhető, amelynek háttérben az EU-források hatékonyabb felhasználása áll. A vállalati kör továbbra is erősen visszafogja beruházásait, amit a jövedelmezőségi kilátások lassú javulása, a historikusan alacsony profitabilitás és a szigorú hitelfelvételi lehetőségek indokolnak.

A készletek leépítése tovább folytatódott, ami a tétel esetében korábban nem tapasztalt mértékű negatív növekedési hozzájárulást eredményezett. A folyamatot egyedi hatások is erősíthették, de a készletek leépítését a vállalati szektor válságra adott természetes reakciójaként is értékelhetjük. A készletek csökkenése különösen a feldolgozóipar inputtermékeinél és a kereskedelemben szembetűnő.

1-1. keretes írás: A nemzetgazdasági készletek alakulásáról

A gazdasági válság hatására a vállalati szektor értékesítési kilátásai és finanszírozási feltételei jelentősen megváltoztak. A vállalatok termelési döntéseikben erre a készletszint módosításával reagáltak. Ennek megfelelően a készletfelhalmozás növekedési hozzájárulása a bruttó hazai termékhez nagymértékű negatívumot mutatott az idei év első felében. Korábban ilyen mértékű visszaesésre nem volt példa. Aktuális elemzésünkben röviden áttekintjük a vállalatok készletezési döntéseinek motivációit, illetve az aktuális hazai folyamatokat.

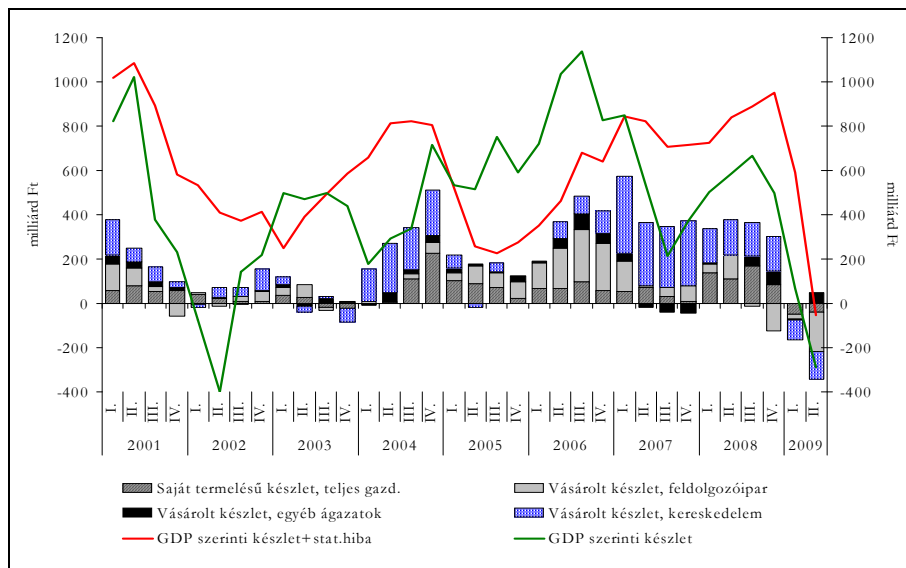
A vállalatok nem csupán épületekbe és gépekbe ruházhatnak be, hanem tarthatnak készleteket, legyen szó a termelésben felhasználható inputtermékekről, vagy az értékesítésre váró késztermékekről. Készletnek minősül továbbá a még be nem fejezett termék vagy szolgáltatás is (pl. értékesítésre épített társasház, vagy jogi szolgáltatás). Az állandóan változó gazdasági környezet folyamatos alkalmazkodásra kényszeríti a cégeket, a készletfelhalmozás ennek egyik csatornája. A termelő vállalatok az inputtermékeik felhalmozásával biztosíthatják a zavartalan működést és kivédhetik a piacokon tapasztalható áringadozásokat. A késztermékek raktározása biztosítja, hogy minden esetben kielégíthessék a felmerülő keresletet és fenntarthassák a termelés állandó szintjét.

A készletszint rövidtávú alakulását elsősorban a vállalatok konjunktúrával kapcsolatos várakozásai, illetve pénzügyi finanszírozási feltételei határozzák meg, míg hosszú távon a készletek szintjét az alkalmazott termelési és készletezési eljárások fejlődése befolyásolhatja.

Magyarországon a nemzetgazdasági készletek elmúlt negyedévekben megfigyelt változását döntően a feldolgozóipari és a kereskedelmi szektor vállalatainak viselkedése határozta meg. A belföldi, illetve külföldi keresleti hatások ezen szektorok termelését és értékesítését különösen súlyosan érintették. A finanszírozási feltételek jelentős szigorodása tovább mélyítette a rövidtávú problémákat. Helyzetüket a vállalatok készleteik gyors leépítésével próbálták stabilizálni, ami a nemzetgazdasági készletek csökkenésében is megjelent. A válságra adott válaszreakció mellett több egyedi hatás¹ is érintette a hazai készleteket, melyek a korábban nem látott mértékű negatív növekedési hatásban is szerepet játszhattak.

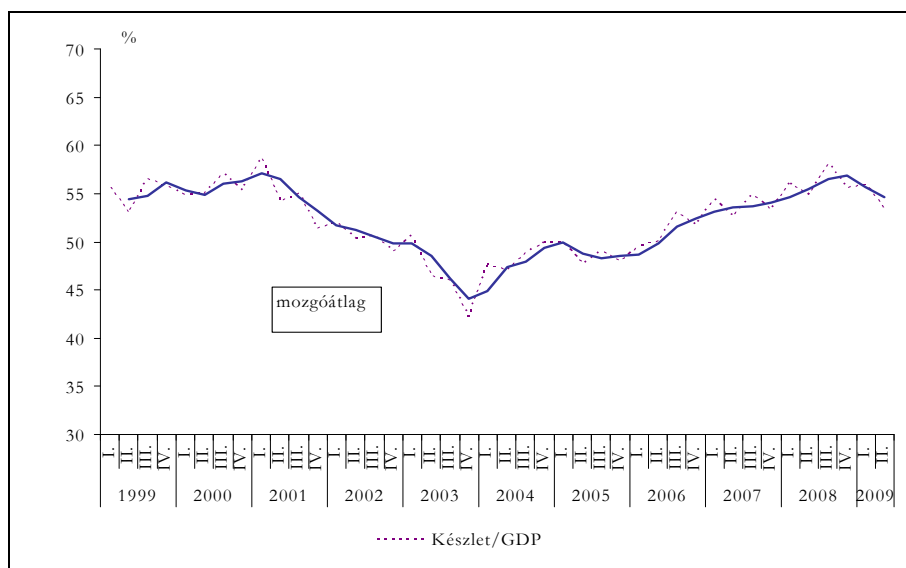
¹ A 2009. augusztusi inflációs jelentésben részletesen írtunk a hazai gázimport megváltozott éven belüli lefutásáról és ennek a készletekre gyakorolt hatásairól.

1-10. ábra: A nemzetgazdasági készletek változása



Összhangban a javuló kilátásokkal, az egyre kedvezőbb bizalmi indikátorokkal és a – kereskedelmi banki felmérések szerint – várhatóan enyhülő finanszírozási feltételekkel, a következő negyedévekben a készletciklus fordulatát valószínűsítjük, amire az egyedi hatások éven belüli kifutása (pl. gáztározók év végi feltöltése) is ráerősíthet. A készletfelhalmozás pozitív növekedési hatásai azonban több szempontból is bizonytalanok. A negyedéves frekvencián mért készletváltozás statisztikai elszámolása rendkívül nehéz mérési probléma, különösen a kis és középvállalkozások esetében. Ez a bizonytalanság is hozzájárulhat ahhoz, hogy a múltban – főleg recessziós időszakban – a készletváltozás és a GDP felhasználási oldalán megjelenő statisztikai hiba volumen időszora között jellemzően ellentétes irányú elmozdulásokat figyelhettünk meg. A két tétel között fennálló negatív korrelációs kapcsolat léte a következő negyedévekben is mérsékelheti a készletváltozás GDP-növekedésére gyakorolt hatását.

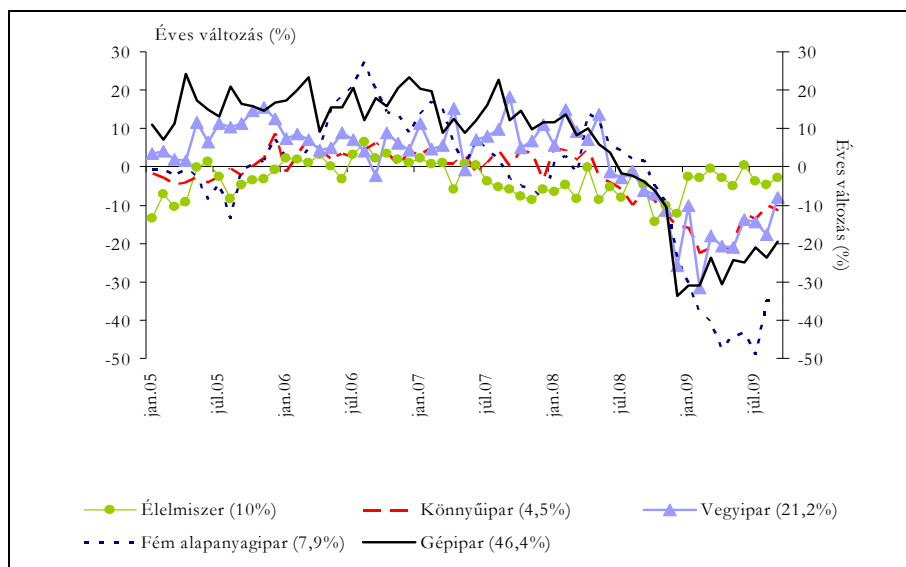
1-11. ábra: A GDP arányos készletszint alakulása



A vállalati készletek erőteljes növekedése a hosszabb távú folyamatok figyelembevételével is kérdéses lehet. Az aktuális GDP arányos készletszint a jelentős korrekció mellett is magasnak mondható. A legutóbbi globális gazdasági lassulás időszakában a jelenleginél erőteljesebb csökkenés volt megfigyelhető. A vállalatok számára a hosszú távú kilátások továbbra sem javultak érdemben, így részükről csak a készletek lassú újraépítésére számíthatunk. Várhatóan az aktuális recessziót követően a korábbi éveknél tartósan alacsonyabb készletszint marad jellemző, aminek fenntartását a folyamatosan fejlődő készletezési és logisztikai eljárások is támogathatják.

Az exportfolyamatok konszolidálódása és az import kereslet csökkenése jelentős javulást okozott a külkereskedelmi egyenlegünkben. Az exportértékesítéseken belül továbbra is számottevő visszaesés jellemzi a magas hozzáadott értékű – jellemzően gépipari – termékek értékesítéseit, miközben az élelmiszerexport teljesítménye relatíve kedvezőbbnek tekinthető. Ez utóbbi folyamatot a korábbi évek átlagánál leértékeltébb árfolyam is segíthette. Az élelmiszer-értékesítésekhez hasonlóan a szolgáltatások exportját is csak kisebb mértékű visszaesés jellemezte. A növekedési hozzájárulást tekintve az elmúlt negyedévekben az érdemi meglepetést azonban az import vártnál is erőteljesebb csökkenése jelentette.

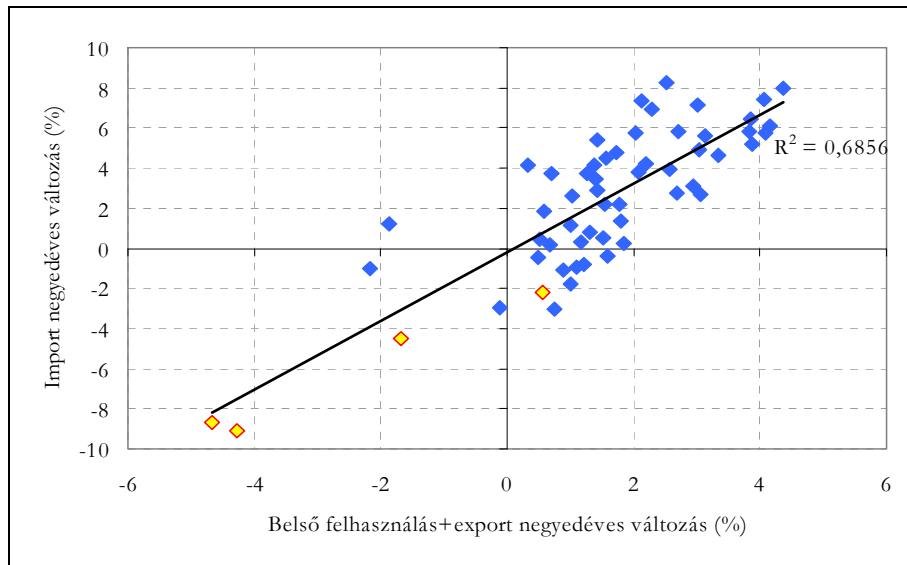
1-12. ábra: Az ipari áruexport alakulása*
(éves változás)



* Zárójelben az ágazat teljes ipari exporthoz mért súlyát jelöltük

A folyamat háttérében a hazai kereslet megváltozott importigényét sejtjük. A szerkezeti változásokat tekintve a hazai recessziós környezetben a jövedelmi helyzet és a kilátások romlása lényegesen érzékenyebben érinthette a magasabb importarányjal jellemezhető beszerzéseket. Ez a fogyasztás esetében a tartós fogyasztási cikkek, a beruházás esetében a gépjellegű beruházások, míg az export esetében a feldolgozóipari export – szolgáltatás exporttal szembeni – relatíve jelentősebb visszaesését jelenti. A lecsökkent importigény – bár az aktuálisnál kisebb mértékben, de – a következő negyedévekben is jellemző folyamat maradhat.

1-13. ábra: Az importkereslet és az import negyedéves változása*

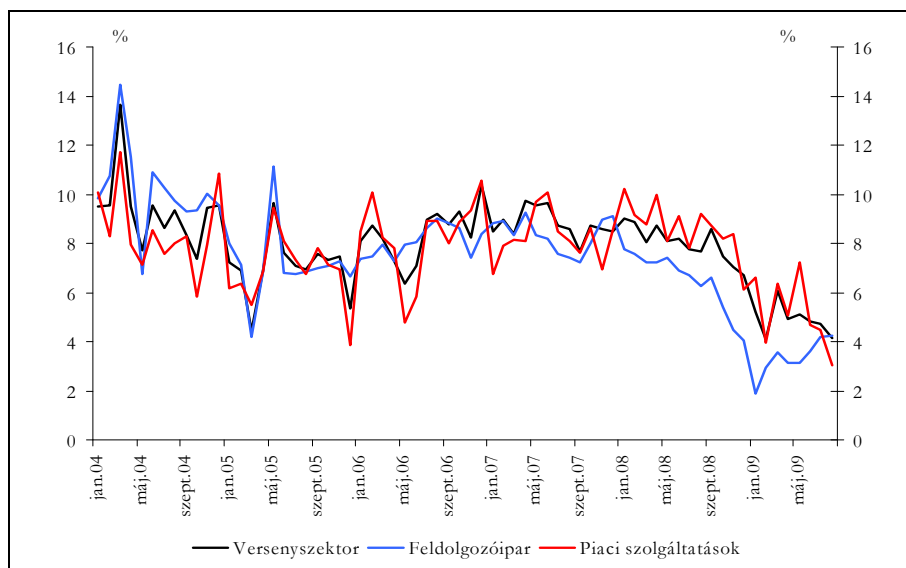


*az utolsó négy negyedév adatait sárgával jelöltük

1. 3. Erősödő bér-alkalmazkodás a szolgáltató szektorban

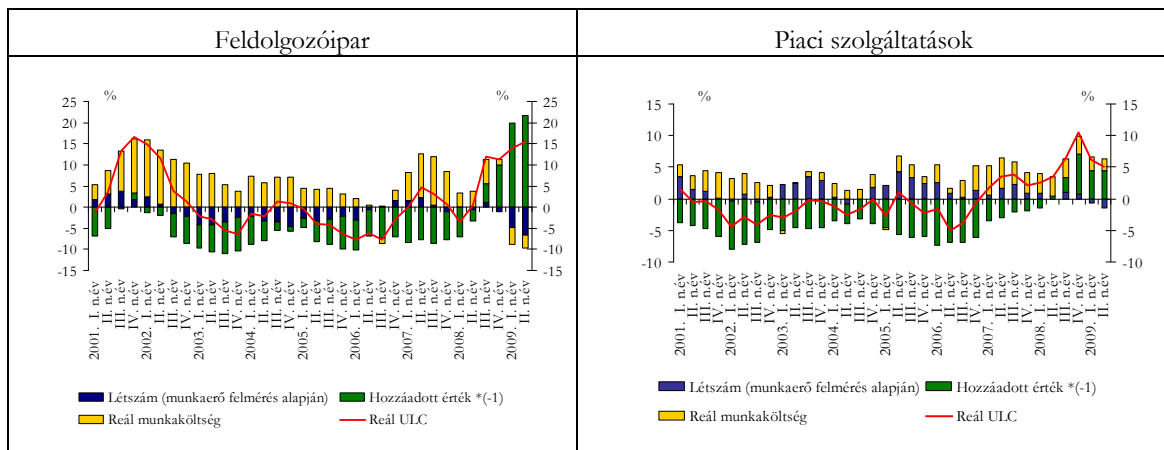
A válság következtében gyorsan romló profitabilitás a vállalatokat jövedelmi helyzetük stabilizálására kényszerítette. Mivel a zuhanó belföldi kereslet egyre markánsabb árleszorító hatással bír a vállalatok költségeik lefaragásával kívánták biztosítani működőképességüket. Ez rövid távon a beruházások elhalasztása mellett, a munkabér költségek visszafogását jelenti. A folyamattal összhangban az elmúlt negyedévben folytatódott a versenyszféra béreinek lassulása és létszámának csökkenése.

1-14. ábra: Béalakulás a versenyszektorban
(éves index, szezonálisan igazított adatok)



A versenyszféra béreinek lassulása azonban továbbra is kissé elmaradt várakozásainktól. Ennek oka ágazati szinten a feldolgozóipari bérindex elmúlt hónapokban tapasztalt gyorsulása, miközben a szolgáltató ágazatokban egyre visszafogottabb béralakulás jellemző. A feldolgozóipar béralakulása – párhuzamosan a ledolgozott munkaórák változásával – összhangban lehet az év közepén az ipari termelésben megfigyelt pozitív elmozdulásokkal. A szektor profitabilitásának stabilizálását rövid távon a leértékelt forint árfolyam is segíthette, így a gyorsuló bérdinamika ellenére a reál fajlagos munkaköltségek egyelőre nem mutattak további érdemi elmozdulást.

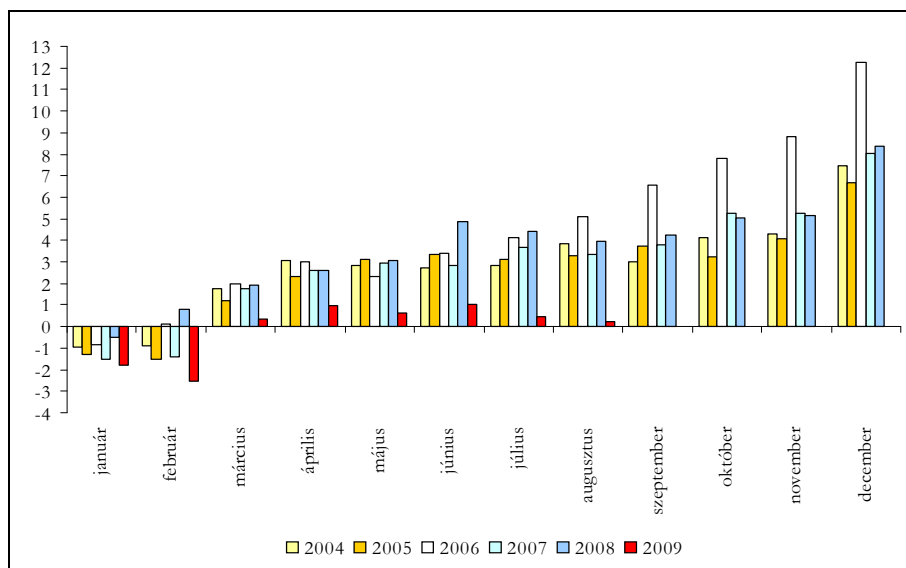
1-15. ábra: A reál fajlagos munkaköltség alakulása a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatásoknál



A piaci szolgáltatások bérei a korábbi években tartósan magas szinten alakultak. Ez a folyamat az idei évben egyértelműen megtörni látszik, a szektor bérezése historikusan alacsony szinten alakul. Erdemes megjegyezni, hogy a bérindex lassulása az ágazat egészében általánosnak tekinthető². Az ágazat lassuló bérdinamikája a szektor lassuló inflációjával párhuzamosan zajlik, ami a tapasztalt folyamatokat közép távon is fenntarthatóvá teheti.

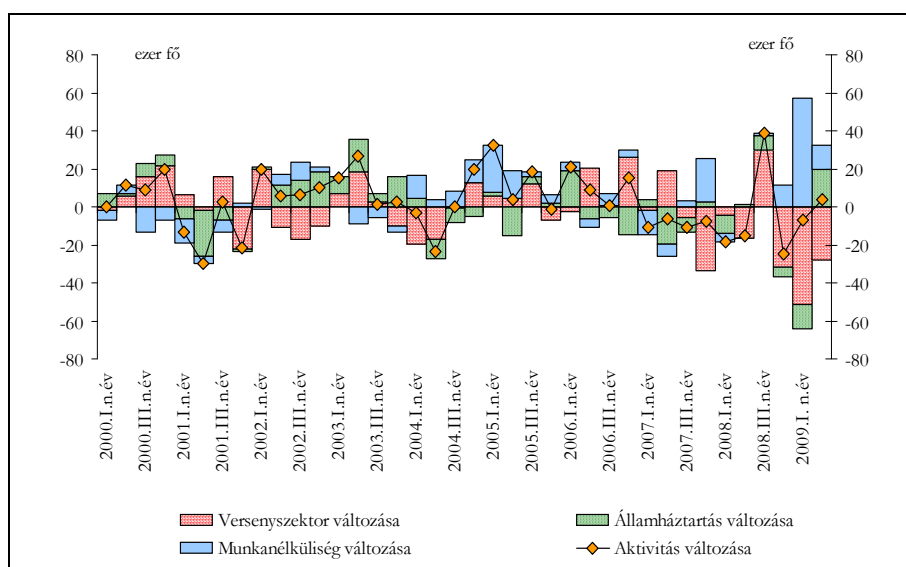
² Megemlítjük azonban, hogy a bérlassulás a legerőteljesebben az 50 fő alatti vállalati körben, illetve a kereskedelem és a turizmus ágazatban következett be. Korábbi becsléseink alapján pontosan ezen ágazatok mutatták a legerőteljesebb fehéredést a 2006-2007-s kormányzati intézkedéseket követően, így az aktuális recessziós környezetben a gazdaság esetleges újbóli feketedése is a korábbiaknál alacsonyabb bérnövekedést eredményezhetett.

1-16. ábra: Béalakulás a piaci szolgáltatásoknál
(kumulált éves változás, %)



A foglalkoztatottak száma az elmúlt hónapokban nem mutat jelentős változást, ami két ellentétes folyamat következménye. Az állami foglalkoztatottak száma kis mértékben emelkedett az „Út a munkába” program foglalkoztatási hatásának következtében. Ezt azonban ellensúlyozta a versenyszférában alkalmazottak számának enyhe csökkenése, ami egyre erőteljesebben a piaci szolgáltatások létszám-alkalmazkodásával magyarázható. Továbbra is jellemző, hogy a munkahelyüket elvesztők a korábbi években tapasztaltnál nagyobb arányban munkanélküliként maradnak a munkaerőpiacon. A legutóbbi adatok szerint nem folytatódott tovább a teljes munkaidőben foglalkoztatottak részmunkaidős foglalkoztatásba történő átáramlása, igaz egyelőre érdemi visszaáramlást sem tapasztalunk.

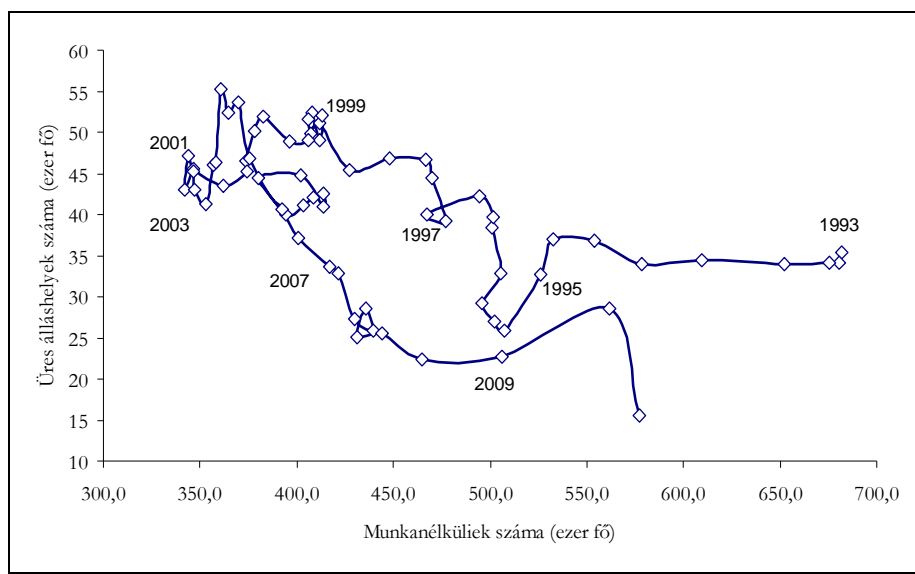
1-17. ábra: A munkaerő-piaci létszám folyamatok változása
(LFS statisztika alapján, negyedéves változás, szezonálisan igazított adatok)



A munkanélküliek száma tovább emelkedett a nemzetgazdaságban. A munkanélküliségi ráta mintegy két százalékponttal haladta meg az egy évvel korábbi értékét. Az elbocsátottak nagy hányada alacsonyan képzett, alacsony jövedelmű fizikai foglalkoztatott, ami az elmúlt negyedévekben az összetétel-hatáson keresztül is érdemben torzította a nemzetgazdasági bérinterjéket.

A magas munkanélküliség mellett a bejelentett új álláshelyek száma historikusan alacsony szinten alakul, így a munkaerőpiacon felhalmozott szabadkapacitások egyre lazább munkaerő-piaci környezetet eredményeznek.

1-18. ábra: A munkanélküliek és a bejelentett új álláshelyek száma
(ún. Beveridge-görbe)

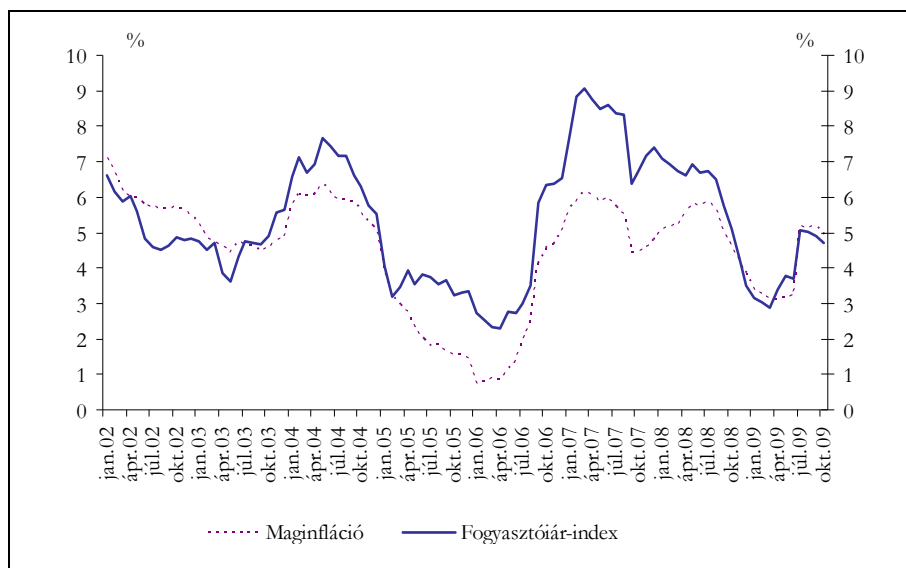


1. 4. Egyre dominánsabb a gyenge kereslet árleszorító hatása

Az elmúlt negyedévek inflációs folyamatait több markáns tényező is egyidejűleg befolyásolta. A júliusi indirektadó-emelések ismét 5 százalék közelébe emelték az árindexet, ám az áfaemelés árszint-emelő hatása lényegesen elmaradt a technikailag feltételezhetőtől. Ez ismételten felhívta a figyelmet a gyenge kereslet egyre markánsabb árleszorító hatására. Az egyre erősödő deflációs környezetet trendinflációs mutatóink alakulása is alátámasztja. A trendinflációs folyamatokat az év eleji emelkedést követően az elmúlt hónapokban gyors csökkenés jellemzi.

1-19. ábra: A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása

(havi adatok, éves növekedési ütem)



1-2. keretes írás: Trendinflációs mutatók

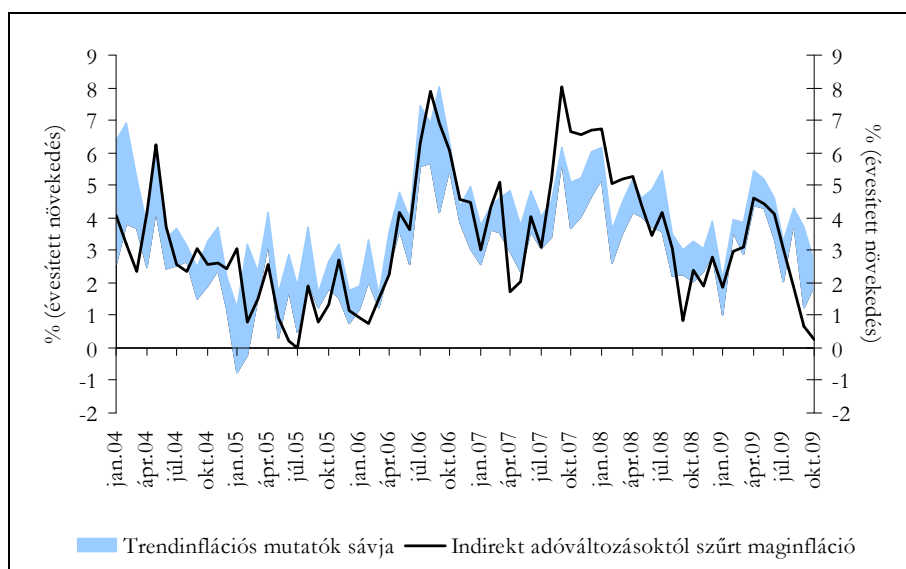
Az aktuális inflációs folyamatok robusztus megítéléséhez olyan mutatókra van szükség, amelyek elég „simák”, ugyanakkor előretekintőek is, azaz a fordulópontokat nem csak visszamenőleg mutatják.

Az aggregált fogyasztóiár-index problémája ilyen szempontból az, hogy hó/hó típusú indexe még szezonálisan igazítva is rendkívül volatilis, míg a jóval simább év/év index késleltetetten mutatja az aktuális folyamatokat. Ezért szükség van az infláció – különböző módszerekkel történő – szűrésére, ami a rövidbázisú indexek volatilitását csökkenti.

Hagyományosan használt trendinflációs mutatónk, az indirekt adóktól szűrt maginfláció esetében bizonyos rögzített tételeket hagyunk el a fogyasztói kosárból, amelyek volatilisnek tekinthetőek: az energia típusú tételeket (üzemanyagok, fűtőanyagok), a szabályozott árakat, és feldolgozatlan élelmiszereket. Ugyanakkor felmerül, hogy lehet-e jobb – elsősorban simább – trendinflációs mutatót konstruálni.

Olyan mutatókat vizsgáltunk, amelyek a fogyasztóiár-indexből a keresztmetszeti információk segítségével szűrik ki az szélsőséges értékeket. Ilyen mutatók a medián (súlyozott ill. súlyozatlan), a csonkolt átlag (amikor az eloszlás széleit elhagyjuk az átlagból), illetve az ún. Edgeworth-súlyozású index (amikor az eredeti súlyokat úgy módosítjuk, hogy a volatilisabb tételek kisebb, de nem nulla súlyt kapjanak). Eredményeink alapján, amelyeket egy hamarosan megjelenő tanulmányban fogunk publikálni, ezek a mutatók legalább olyan jó tulajdonságokkal rendelkeznek, mint az eddig használt trendinflációs mutatónk, és általában kevésbé volatilisek. A trendmutatók által meghatározott minimum-maximum tartományt mutatjuk be az 1-20. ábrán.

1-20. ábra: A trendinflációs mutatók alakulása



Az áfaemelés árszint emelő hatásait illetően korábbi tapasztalataink alapján 80-90 százalékos áthárításra számítottunk. A tényadatok ennél lényegesen kisebb áthárításra utalnak. A termékcsoportonkénti becslés eredményei szerint a vállalatok a legnagyobb mértékben a feldolgozott élelmiszerek esetében, legkevésbé az – legerőteljesebb visszaeséssel jellemezhető – iparcikkek esetében tudták áthárítani az áfaemelést.

1-1. táblázat: A júliusi áfaemelés becsült hatása³
(százalékpont)

	Technikai hatás (100%-os begyűrés, %pont)	Becsült hatás (egy hónapos begyűréssel, %pont)	Áfa-begyűrés (becsült hatás/technikai hatás, %)
Feldolgozott élelmiszerek	1,3	1,2	93,1
Iparcikkek	3,9	2,0	51,7
Piaci szolgáltatások	3,1	2,2	70,5
Maginfláció	3,3	2,0	60,8
Infláció	3,4	2,2	64,7

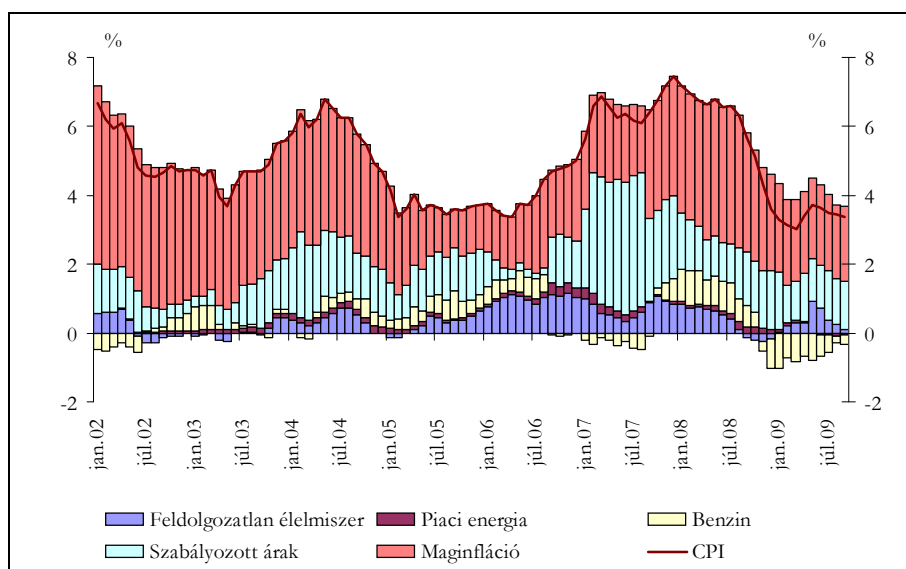
³ A júliusi áfakulcs megváltozásának inflációs hatását a legtöbb termékcsoport esetében idősoros módszerekkel becsültük meg. Ez azt jelenti, hogy az áfaváltozás időpontjában egy dummy változó együttthatóját becsültük meg a szezonális igazító program (Demetra) segítségével. Augusztusra további áfa-begyűréssel már nem számoltunk, mert az augusztusra betett dummy együttthatójára kicsi és inszignifikáns becsléseket kaptunk. A becsléseket a különböző termékcsoportokra külön-külön elvégeztük. Néhány csoport esetében, ahol úgy gondoltuk, hogy az idősoros módszerek nem adnának megfelelő eredményt (szabályozott árak, üzemanyagok, alkohol- és dohánytermékek) szakértői becslést alkalmaztunk. A teljes fogyasztóiár-indexre becsült hatást a csoportokra kapott becslésekből aggregáltuk.

A korábbi áfaemelések tapasztalatai alapján a hatás jelentős része már az első hónapban megjelent. A rendelkezésre álló adatok ezt megerősítik, így júliust követően már nem jelent meg további áfahatás. Ez szintén a fokozottabbá váló – gyengülő kereslet miatti – deflációs hatásokra utal.

A maginfláció tételeit vizsgálva az iparcikkek inflációja az év eleji gyorsulást követően a nyári hónapokban már stabilizálódott, és az őszi hónapokban már enyhe lassulást is mutat. A korábban tartósan magas szinten alakuló piaci szolgáltatások inflációja historikusan alacsony szintre süllyedt. A folyamat háttérében a jelentősen csökkenő keresleti környezetben a szektor erősödő alkalmazkodása állhat. Tekintve, hogy hasonló elmozdulást a szolgáltatások bérezésében is tapasztaltunk, a lassuló infláció a következő negyedekben is jellemző maradhat. A feldolgozott élelmiszerek árának alakulását - eltekintve az áfaváltozás hatásától - az elmúlt hónapokban visszafogott áremelkedés jellemezte, ami kapcsolatban állhat az előző év rendkívül kedvező mezőgazdasági terméseredményeivel.

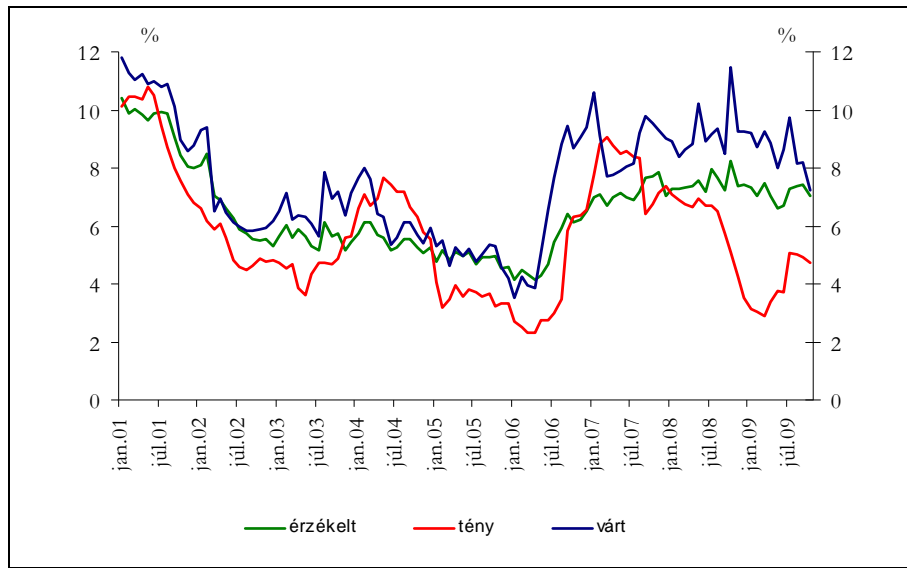
A maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek árai a májusi jelentős emelkedést követően az elmúlt hónapokban folyamatosan korrigálódtak. Ezzel ellentétes irányú hatást gyakorolt a benzinár alakulása, amely a világpiaci árak emelkedésével párhuzamosan az elmúlt hónapokban ismét növekedésnek indult, igaz a bázishatások miatt októberig mérsékelte a teljes fogyasztói árindexet.

1-21. ábra: Az egyes termékkörök hozzájárulása a fogyasztói árindex éves változásához



A júliusi áfaemelés hatása átmenetileg tovább emelte a lakosság inflációs várakozásait. Ezt követően azonban ez az egyszeri hatás korrigálódott és az inflációs várakozások a korábbi hónapokban megfigyelt szinten alakultak. Bár az inflációs várakozások régiós összehasonlításban továbbra is magasnak tekinthetőek, ám szintjében az áfaemelés miatt megugró tényinfláció már nem okozott további érdemi elmozdulást. Az indirektadó-emelés miatt megugró inflációs várakozások kockázata az elmúlt hónapokban fokozatosan csökkent.

1-22. ábra: A lakosság inflációs várakozásai*



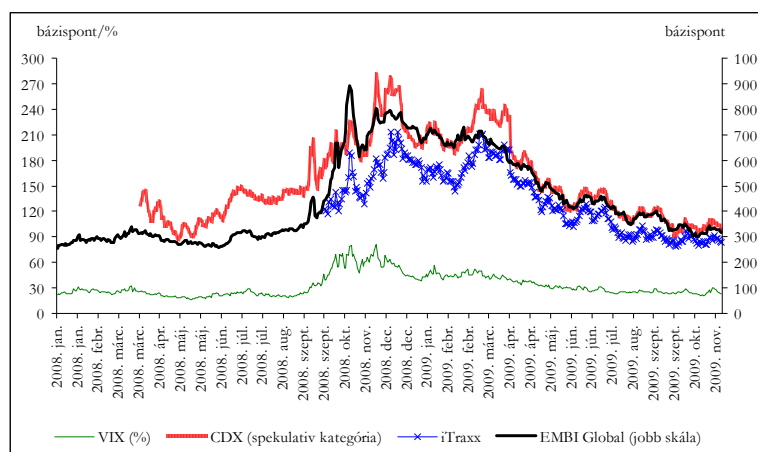
* MNB-becslés, a European Commission's Business and Consumer Survey alapján. A várakozások módszertanának számszerűsítése az augusztusi Inflációs Jelentésben, az 1-1. keretes írásban található.

2. Pénzügyi piacok és hitelezés

2. 1. Fennmaradt a kedvező globális befektetői hangulat

A legutóbbi Jelentés óta eltelt időszakban a globális piacokon fennmaradt a kedvező befektetői hangulat, a kockázatvállalási hajlandóság tovább emelkedett. A befektetői optimizmus a legtöbb pénzügyi piacon éreztette hatását. Számos vezető tőzsdeindex – köztük az S&P, a Dow Jones, a DAX és a Nasdaq – kritikus szintek áttörésével egy éves csúcsra emelkedett. Emellett a részvény- és kötvénypiaci kockázatok értékelő indexek jelentős mértékben estek az elmúlt hónapokban, közülük több is – mint például az S&P implikált volatilitását mutató VIX-index, az észak-amerikai CDX és az európai Itraxx kötvényfelár-indexek – a Lehman-csőd előtti szintjük közelébe illetve alá csökkent.

2-1. ábra: Kockázati indexek és az S&P implikált volatilitásának alakulása*



*A VIX index az S&P500 implikált volatilitását mutatja, a CDX észak-amerikai, az ITraxx európai kötvényindexek. A kockázati mutatók emelkedése a kockázati étvágy csökkenését, a magasabb érzékelt kockázatot tükrözi. Forrás: Thomson Datastream.

Az elmúlt hónapokat jellemző folyamatok illeszkedtek a március óta tartó kedvező trendbe: a tőzsdeindexek, a vállalati és a fejlődő országok kötvényei, a nyersanyagok – tulajdonképpen az összes nem kockázatmentes befektetési eszköz – ára erőteljesen emelkedett. Az erősödés historikusan is kiugró üteme miatt azonban kérdéses az emelkedés fenntarthatósága. Továbbra is fennmaradtak azok a vélemények, miszerint a pénzügyi piacok optimizmusa megelőgezett és túlzó, így számolni kell a korrekció lehetőségével. Ezt a reálgazdasági visszarendeződés lehetősége is indokolja.

Bár a legfrissebb növekedési adatok arra utalnak, hogy a fejlett gazdaságok teljesítménye fordulóponthoz érkezett, a kormányzati programok segítségével, a magánszektor stabil kereslete nélkül megindult kilábalási folyamat – amely továbbra is gyenge munkaerő-piaci helyzettel és erősen visszafogott hitelezési aktivitással párosul – komoly kockázatokat rejt magában. Fennáll az esélye, hogy a fejlett országokban a gazdaságpolitikai stimulus mérséklésekor a magánszektor kereslete elégtelennek bizonyul a jelenlegi kedvező irányú folyamatok fenntartásához. Ennek nyomán a piaci szereplők egy részének kétségei vannak a növekedés töretlen folytatódásával – azaz a „V-alakú” pályával – kapcsolatban, és a kilábalás megtörésére, majd egy újabb visszaesésre – „W-alakú” pályára – számítanak. Ugyanakkor a befektetői optimizmust egyelőre nemcsak a többségében a világgazdasági élénkülés megindulását mutató reálgazdasági adatok támogatták, hanem a várakozásoknál

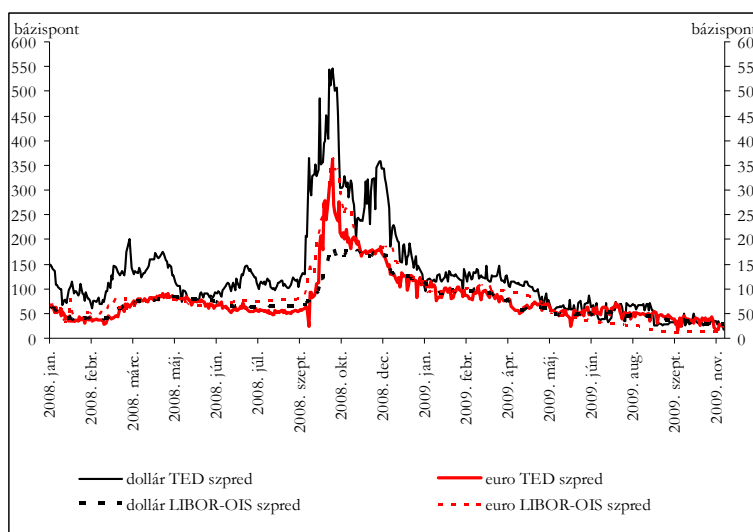
kedvezőbb eredményekkel szolgáló negyedéves vállalati gyorsjelentések is. Az utóbbi hónapok fejleményei tehát eddig inkább a V-alakú növekedési pálya irányába mutatnak, de az erőteljes korrekció esélye nem szűnt meg, csak csökkent.

A kedvező befektetői hangulat fennmaradásához nagymértékben hozzájárult a pénzügyi szektor jó teljesítménye is. Pozitív hír volt, hogy az IMF az októberi stabilitási jelentésében jelentősen mérsékelte a problémás eszközökhöz kapcsolódó globális pénzügyi veszteségleírások mértékére vonatkozó előrejelzését. Amerikában a bankokkal kapcsolatos hangulatot javította a Fed bejelentése, miszerint a májusi stresszteszt alapján tőkebevonásra kötelezett tíz nagybank közül csak egynek lehet szüksége állami tőkeinjekcióra. Emellett a legnagyobb amerikai bankok – JP Morgan, Citibank, Goldman Sachs – rendre a várakozásoknál jobb negyedéves eredményről számoltak be, s Európában is inkább a kedvező banki gyorsjelentések voltak túlsúlyban.

A kockázatokat emeli ugyanakkor, hogy a bankok jó teljesítménye főként a befektetési tevékenységre volt visszavezethető, miközben a hitelportfólió minőségének romlása egyre komolyabb problémát jelent. A munkanélküliség emelkedése, a háztartások vagyonának leértékelődése és az emelkedő vállalati csődráták hatására az Egyesült Államokban és Európában is jelentősen emelkedett a nem-teljesítő hitelek aránya. A portfólió romlásából adódó veszteségek növekedése különösen nagy problémát jelenthet az Európai Unióban, ahol a bankok jövedelmezősége jelentősen csökkent 2008 folyamán. A pénzügyi rendszer sérülékenységének legfőbb forrása jelenleg, hogy a bankok jövedelmi és tőkehelyzetét kedvezőtlenül érintő hitelportfólió-romlás még csak most kezdődött el és hatásai időben tartósan elnyújtva jelentkeznek.

A fejlett bankközi piacokon nem tapasztalhatóak érdemi likviditási feszültségek. A bankközi hozamok rövid állampapírokkal szembeni felárát mutató TED-szpredek, illetve a LIBOR–OIS szpredek egyaránt tovább mérséklődtek, és lényegében elérték a válság kirobbanása előtti szintjüket. Szintén a bankközi kereskedés normalizálódására utal, hogy a bankok által igénybe vett rövid futamidejű jegybanki hiteleszköz-állomány csökkenése folytatódott. Az EKB második 12 hónapos hiteltenderén a kereslet érdemben elmaradt mind a várakozásoktól, mind pedig az előző – kimagasló mértékben igénybe vett – tender eredményétől.

2-2. ábra: Dollár és euro TED-szpredek és LIBOR-OIS szpredek alakulása



Forrás: Thomson Reuters

A jegybankokra továbbra is óvatosság jellemző. A várakozásoknak megfelelően sem az EKB, sem a Fed nem változtatott az irányadó kamata szintjén, és – a jegybankok kommunikációja alapján – a törekeny kilábalási folyamat védelme érdekében a jelenlegi alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradására lehet számítani. Ugyanakkor sor került a válság kezdete óta az első szigorító lépésekre a fejlett országok jegybankjai körében: az ausztrál jegybank (RBA) két egymást követő ülésen 25-25 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, emellett Norvégia hajtott végre egy 25 bázispontos szigorítást.

Az erőteljes likviditásbővítő intézkedések nyomán jelentősen megemelkedett pénzkínálat hosszabb távon növeli az inflációs veszélyt, és felveti újabb eszközár-buborékok kialakulásának kockázatát, így előbb-utóbb szükségessé válik a monetáris expanzió visszafordítása. Bár a likviditás szűkítését szolgáló lehetséges „kilépési” stratégiák hatásainak felmérése egyre inkább releváns témává válik mind elemzői, mind jegybanki oldalról, eddig csak a likviditásbővítés mérséklésére került sor, likviditás visszavonására még nem. Első lépésként a Fed október elején jelentette be, hogy passzív repo-ügyletek keretében fogja tesztelni a bankközi piac működését a pénzkínálat szűkítése mellett.

A fejlett piaci folyamatok között jelenleg befektetői szempontból kiemelt jelentőséggel bír a dollár és a jen árfolyamának alakulása. A japán fizetőeszköz április óta mintegy 10 százalékot erősödött a dollárral szemben. A jennek, mint a kamatkülönbözetet kihasználó carry trade ügyletek tipikus forrásdevizájának a további erősödése meghatározó tényezővé válhat a feltörekvő piacokon vállalt pozíciók finanszírozási költségét illetően. A dollárárfolyam alakulása önmagán túlmutatóan a menedékszerepet betöltő dolláreszközökre, és a jellemzően dollárban elszámolt nyersanyagárakra is érdemi befolyásoló hatást gyakorol. Október folyamán a dollár egy éves mélypontra gyengült az euróval szemben, ami mögött egyaránt technikai és fundamentális tényezők – úgymint a globális kockázatkerülés csökkenése, a fiskális pozíció és az inflációs kilátások romlása az USA-ban – álltak.

2. 2. A feltörekvő piacok követték a globális hangulatot, több régiós országban azonban kockázatot jelent a fiskális egyensúlytalanság

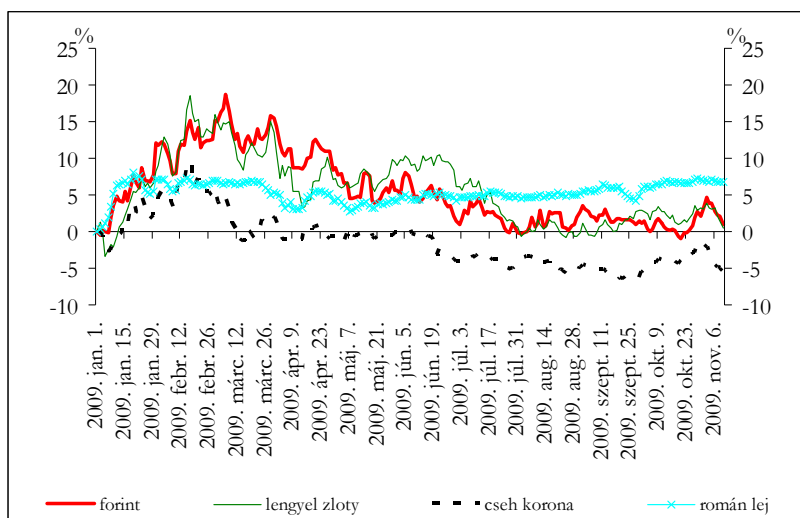
A fejlett piacokon uralkodó optimista hangulat, a magas kockázatvállalási hajlandóság és a dollár gyengülése kedvezően hatott a feltörekvő piacokra is. Eltérő mértékben ugyan, de lényegében minden országcsoportra jellemző volt a CDS-felárak mérséklődése, a devizaárfolyamok erősödése és a hozamok csökkenése. A globális befektetői hangulat javulásának hatása a délkelet-ázsiai országokban leginkább árfolyam-erősödésben, míg Közép-Kelet-Európában legerőteljesebben a hozamfelárak csökkenésében mutatkozott meg. Mindezek mellett, amint arra az S&P hitelminősítő intézet elemzése is felhívta a figyelmet, a feltörekvő piacokon jelentősen csökkent a leminősítések száma az utóbbi időszakban.

Közép-Kelet-Európában a piaci hangulatot több ország- illetve régióspecifikus tényező is befolyásolta, amelyek hatására a régióban lejátszódó folyamatok kevésbé mutattak egységes képet. Október és november folyamán a régiós IMF-csomagokkal kapcsolatos aggodalmak kaptak ismét kiemelt figyelmet, miután a lett, ukrán és román megállapodás esetében is veszélybe került a következő hitelrészlet folyósítása a vállalt feltételek várható nem teljesítése miatt. Míg Lettorszáiban némileg mérséklődtek a kockázatok a kívánt költségvetési megszorítások elfogadását követően, Ukrajna és Románia esetében nem enyhültek a feszültségek. Az érintett országok pénzügyi piacaira nyomás nehezedett, a hozamok és a CDS-felárak emelkedtek. Ugyanakkor ezúttal – szemben a júniusi lett válsághelyzettel – a problémák régiós szinten lényegesen kisebb mértékben és körben éreztették hatásukat, a fertőzőes veszély kockázata csökkent. Ebben szerepet játszott, hogy a piac a javuló befektető hangulat közepette erőteljesebben differenciál az egyes régiós országok között.

A régiós országok kockázati megítélésére vonatkozóan a külső sérülékenység csökkenését követően jelenleg a fiskális egyensúlytalanság jelenti a fő kockázati tényezőt. Csehországban, Lengyelországban és Romániában egyaránt a költségvetési egyensúly jelentős romlására lehet számítani a következő években, a költségvetési hiány várhatóan a GDP 5-7 százalékára emelkedik. Ugyanakkor ebben a tekintetben Magyarországot relatíve jól teljesítő országnak tekinti a piac.

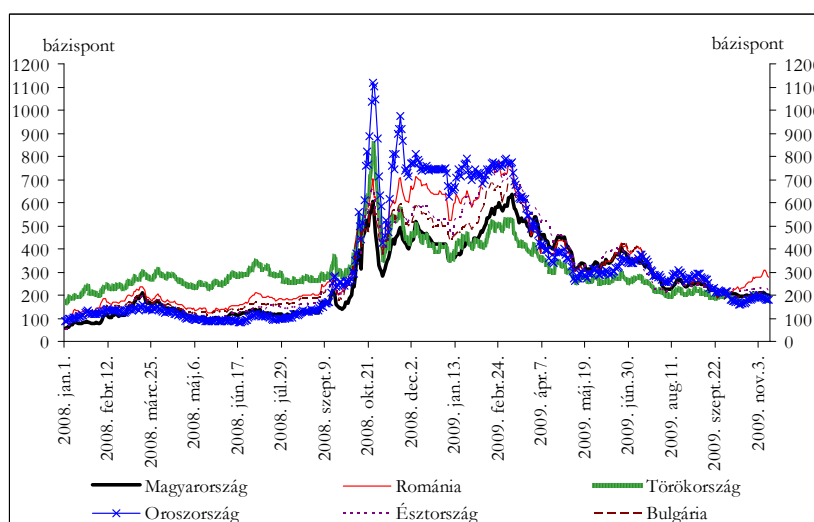
Bár a feltörekvő piacokon szintén az enyhe monetáris kondíciók fenntartása maradt a jellemző a jegybankokra, némi elmozdulás történt az óvatosabb kamatpolitika felé, főként a dél-kelet-ázsiai és latin-amerikai piacokon mérséklődött a kamatcsökkentések száma. A közép-kelet-európai régióban alapvetően a várakozásoknak megfelelően alakultak a kamatdöntések: Romániában, Oroszországban, Törökországban további kamatcsökkentésekre került sor, Csehországban és Lengyelországban a jegybank szinten tartotta az irányadó rátát. A további régiós kamatpolitikai kilátásokat illetően divergencia figyelhető meg, a jegybankok jelenleg a lazítási ciklusok eltérő szakaszán mozognak. Lengyelországban várhatóan véget ért a lazítási ciklus, de szigorításra még nem lehet számítani, a jegybank kivárási álláspontra helyezkedett. A cseh jegybank további kamatcsökkentésével kapcsolatban megosztott a piac. Romániában a lazítási ciklus korábban viszonylag egyértelműen várt folytatását megakasztotta a belpolitikai válság és az IMF-programmal kapcsolatos bizonytalanság.

2-3. ábra: A régiós devizák árfolyamának változása *



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

2-4. ábra: A CDS felárak alakulása néhány feltörekvő piaci országban

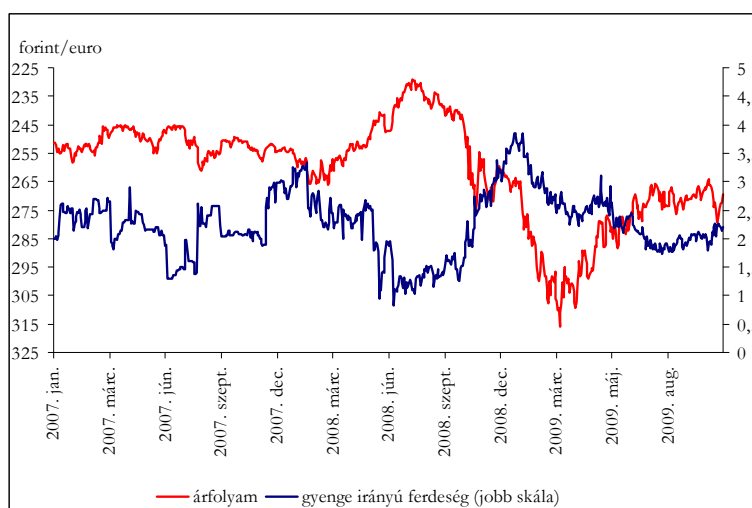


2. 3. A hazai piacokat nagyobb részben kedvező folyamatok jellemezték

A legutóbbi Jelentés óta Magyarország kockázati megítélésének javulása fennmaradt. Jelentős eseményként értékelhető, hogy az S&P intézet a magyar devizaadósság hitelminősítésének kilátásait – a 'BBB-' besorolás fenntartása mellett – negatívról stabilra javította, amivel érdemben csökkent egy jelentős mértékű negatív sokknak az esélye az állampapír-piacon. A Moody's illetve az Európai Bizottság jelentései szintén viszonylag kedvező képet festettek a magyarországi kilátásokról, illetve az államháztartás fenntarthatóságáról. A megítélés javulása a kockázati felárak – CDS-szpred, devizakötvényfelárak, euróhoz viszonyított 5 év múlvai 5 éves forward hozamfelár – csökkenésében szintén megmutatkozott. A CDS-szpred november közepére 200 bázispont környékére csökkent, és a relatív megítélés tekintetében is javulás érzékelhető.

A hazai devizára alapvetően továbbra is a nemzetközi befektetői hangulat alakulása és a régiós tendenciák gyakorolták a legerőteljesebb hatást. Az elmúlt hónapokban a forint árfolyama lényegében a 265-280 forint/eurós sávon belül alakult. Figyelembe véve az előző egy év során tapasztalt árfolyam-ingadozásokat és a forint nemzetközi hangulatra való érzékenységét, ez a hónapok óta tartó, sávon belüli mozgás relatíve stabil árfolyam-alakulásnak tekinthető. A historikus és az implikált volatilitások tovább mérséklődtek, október folyamán a 2008 szeptembere előtt jellemző szinteket is megközelítették. A relatíve stabil árfolyam hatása a várakozások alakulásában is tetten érhető: az opciókból számított ferdeségmutató továbbra is alacsony szinten maradt. Az elemzői előrejelzések egy éves időtávon fokozatos felértékelődés mellett hasonlóképpen a 264-275 forint/eurós sávba várják az árfolyamot. Ugyanakkor az október végi érdemi árfolyam-ingadozás rávilágít arra, hogy a piac továbbra is relatíve illikvid, így esetenként kismértékű negatív sokkok is nagyfokú árfolyamreakciót válthatnak ki.

2-5. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam-várakozások gyenge irányú ferdeségének* alakulása



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

Az állampapír-piacon folytatódtak a korábbi hónapok kedvező folyamatai, de emellett a kockázatokra utaló jelek továbbra is fennmaradtak. A másodpiacon minden lejáraton tovább folytatódott az intenzív hozamcsökkenés. Az éven belüli referenciahozamok augusztus vége óta mintegy 150 bázisponttal csökkentek, míg a hozamgörbe középső szakaszán 100-110 bázisponttal, a leghosszabb lejáratokon 75-85 bázisponttal mérséklődtek a hozamok. Ennek következtében az éven belüli hozamok november közepén 6,2-6,3 százalék közelében tartózkodtak, míg az éven túli lejáratokon 6,8 százalékról 7,2 százalékig emelkedő hozamgörbe figyelhető meg. A másodpiac likviditása szeptemberben emelkedett, a javulás azonban később megtorpant.

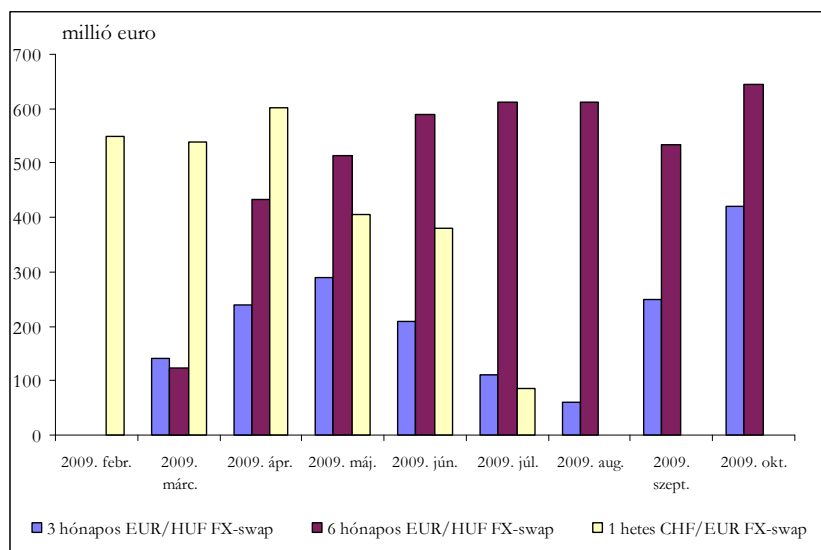
Az elsődleges kibocsátásokat továbbra is tartósan magas kereslet, gyakorta megemelt kibocsátási mennyiség és – bár a másodpiaci referenciahozamoknál esetenként magasabb, de – csökkenő aukciós átlaghozamok jellemezték. Ugyanakkor kínálati oldalról némileg árnyalja a keresleti folyamatok megítélését, hogy a hozamcsökkenésben és többletkeresletben részben a 2009-2010-es állampapír-kibocsátási terv időbeli struktúrája is

szerepet játszhatott. Bár az aktuális finanszírozási terv alapján a bruttó kibocsátások nagysága lényegében a jelenlegi szinten marad jövő év során is, ugyanakkor 2009 negyedik negyedévében a nagyobb törlesztésekre visszavezethetően negatív nettó állampapír-kibocsátás várható.

A kínálat visszaesésével párhuzamosan a külföldi szereplők folytatták a magyar állampapír-portfóliójuk leépítését: a nem-rezidensek állampapír-állománya augusztus vége óta mintegy 80 milliárd forinttal tovább csökkent. Ebben jelentős szerepet játszott, hogy egy nagyobb kötvénylejáratból származó összeg nem került megújításra. A külföldiek aukciós részvétele meglehetősen vegyes képet mutatott az időszak folyamán, az időszak elején magas kereslettel jelentek meg a kibocsátásokon, egyes későbbi kötvényaukciókon azonban már csak a papírok minimális hányadát jegyezték le, aukciós keresletük összességében erősen ingadozott.

A legutóbbi Jelentés óta eltelt időszakban a hazai piacokon nem volt tapasztalható feszültség sem a forint-, sem a devizalikviditás újraelosztása tekintetében, mind a fedezetlen bankközi depopiac, mind az FX-swap piac normális működése biztosított volt. A bankközi forinthatozamok továbbra is jellemzően a kamatfolyosó alsó felében tartózkodtak, az FX-swap ügyletkötések alapján implikált forinthatozamok a rövid és hosszabb futamidőkön is egyaránt a megfelelő futamidejű forint referenciahozamok közelében alakultak. A jegybanki likviditásnyújtó eszközök kihasználtsága alacsony, a hosszabb futamidejű forinthiteleket és az egyhetes CHF/EUR FX-swap eszközt egyáltalán nem vették igénybe a bankok. A hosszabb futamidejű EUR/HUF tenderek esetében az igénybevétel továbbra is érdemben elmarad a keretből adódó lehetőségek teljes kihasználásától.

2-6. ábra: A hosszabb futamidejű jegybanki FX-swap eszközök igénybevétele*

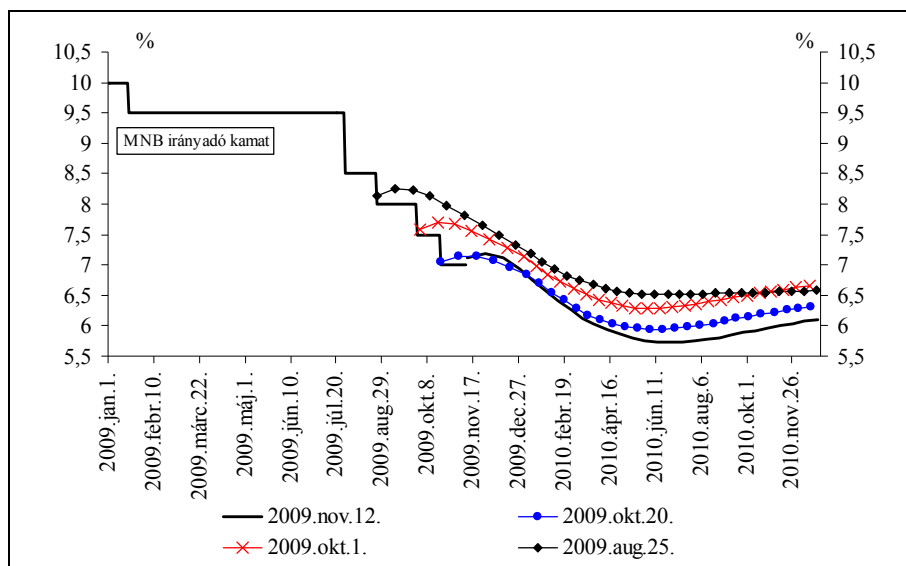


**Hónap végén kintlévő állományok*

A Monetáris Tanács folytatta a júliusban megkezdett lazítási ciklust, augusztustól kezdődően 50 bázispontos lépésekkel összesen 1,5 százalékponttal csökkentette az alapkamatot az elmúlt három hónapban. A kedvező globális befektetői hangulat fennmaradása, a stabil forintárfolyam és a várakozások alatt maradó inflációs adatok a kamatcsökkentési várakozások fokozatos erősödésével jártak együtt. Az aktuális piaci árak alapján 2010 közepén 6 százalék alatti kamatszint mellett érheti el az alját a csökkentési

ciklus, ugyanakkor 2010 második felében már kamatemelési várakozások olvashatók ki a hozamgörbéből.

2-7. ábra: A kéthetes irányadó kamat pénzügyi hozamok által implikált jövőbeli pályája



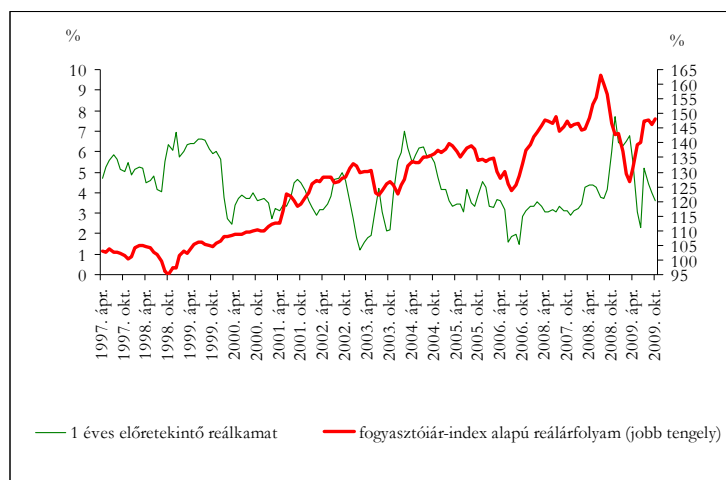
2. 4. Vegyesen alakultak a monetáris kondíciók

A legutóbbi Jelentés óta a monetáris kondíciók vegyesen alakultak: a reálárfolyam nem változott érdemben, ugyanakkor a reálkamat a technikai hatásra⁴ visszavezethető jelentős júliusi ugrást követően fokozatos csökkenést mutatott. Mindemellett az előző Jelentésekben megfogalmazott állításunk, miszerint a monetáris kondíciók alakulásában jelenleg a hagyományos mutatók mellett a hitelezés nem ár jellegű tényezői szintén kiemelt szerepet töltenek be, továbbra is érvényesnek tekinthető. Ebben a tekintetben a hitelképességi standardok következő negyedévekre várható alakulása alapján csak a lakáshiteleknél várható enyhítés, a fogyasztási és a vállalati hitelek esetében a szigorú hitelezési standardok fenntartására lehet számítani.

A reálkamatot befolyásoló tényezők alakulására egyaránt csökkenés volt jellemző, a nominális hozamszintben bekövetkezett esés mértéke azonban érdemben meghaladta az inflációs várakozások mérséklődését, aminek nyomán a reálkamat enyhén a hosszú távú átlagos szintje alá csökkent. A reálárfolyamban csak kismértékű – 1-2 százalékon belüli – elmozdulások történtek, amiben főként a nominális árfolyam elmúlt hónapokban tapasztalt relatív stabilitása játszott szerepet, de szintén ebbe az irányba hatott, hogy a releváns időszakban a hazai infláció havi szinten mért értéke csak minimálisan tért el az eurozónában tapasztalttól, így az inflációs különbség marginális hatást gyakorolt a mutatóra.

⁴ A reálkamat kiszámításánál az egy éves állampapír-piaci referenciahozam fixingjének adott havi átlagát és az egy évre előretékintő inflációs várakozásoknak a Reuters havi elemzői felmérése segítségével számolt értékét használjuk fel. Ugyanakkor júliusban illetve augusztusban az áfaemelés fogyasztóiár-indexbe való bekerülésének illetve kikerülésének hatása is megjelenik a várakozásokban, ami technikai tényezőként módosítja a reálkamat így számolt értékét. A mutató csak az áfaemelés hatásának kiszűrésével tükrözne pontosan a fundamentális változásokat, ehhez azonban nem állnak rendelkezésünkre megfelelő adatok.

2-8. ábra: A monetáris kondíciók alakulása*



*A reálárfolyamnál növekvő érték reálfelértékelődést jelöl. Az előretékinő reálkamat számításához a Reuters elemzői felmérés inflációs várakozásait használjuk fel.

2. 5. A gazdasági alkalmazkodás továbbra is meghatározó a hazai bankrendszer hitelezési aktivitásában

2009 harmadik negyedévében a magánszektor hitelfelvételét elsősorban a mérséklődő makrogazdasági aktivitás és a bankok továbbra is alacsony kockázatvállalási hajlandósága vezérelte. A vállalati szektornál a recesszió és a növekvő csődráta mérsékelte, míg az alternatív finanszírozási csatornák (elsősorban szállítói hitelek) beszűkülése növelte a banki hitelkeresletet. A bankok oldaláról a szigorú hitelkínálat fennmaradt, miközben a hitelkamatok csökkenését a kockázati költségek emelkedése megakadályozta. A vállalati szektor egészének hitelállománya összességében tovább csökkent az elmúlt negyedévben, miközben új tendenciának számít a betétállomány mérséklődése. A háztartási szektorban a nagyfokú jövedelemi sokk miatt továbbra is alacsony hitelkereslet figyelhető meg, miközben a hitelek szigorú ár- és nem-árjellegű feltételei a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága miatt fennmaradnak. Mindez a lakosság alacsony hitelfelvételében és erős megtakarítási hajlandóságában öltött testet. A magánszektor hitelpályájának alakulása eddig összhangban van várakozásainkkal, és előrejelzésünk alapján 2009 negyedik negyedévében a hazai bankrendszer által a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelállomány tovább csökkenhet. Ezt erősíti a legfrissebb „Hitelezési felmérés”⁵ eredménye is, ami alapján a bankok idén további szigorítást terveznek a vállalati szegmensben. A háztartások esetében hitelállomány várhatóan stagnálni, vagy minimálisan csökkenni fog. Várakozásunk szerint a hitelezés újbóli felfutása késve követi a gazdasági fellendülést.⁶ A külső kereslet növekedését, a beruházások beindulását és a csődráták csökkenését, valamint a munkanélküliség mérséklődését követően csak 2010 végétől, 2011 elejétől várható a hitelállományok számottevő bővülése.

⁵ Felmérés a hitelezési vezetők körében, a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára (2009. november). http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_hitelezesi_felmeres&ContentID=13361

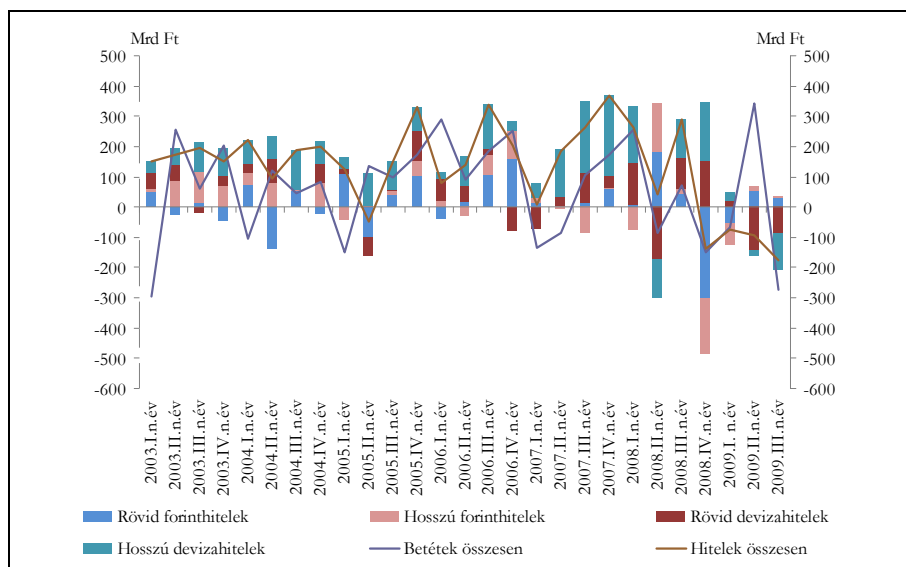
⁶ Ezt a feltételezést támasztják alá korábbi válságok adatait felhasználó nemzetközi tanulmányok, például Laeven, Luc – Valencia, Fabian (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. IMF Working Paper No. 08/224. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>

Vállalati hitelfelvételi és betételhelyezési folyamatok

A nem pénzügyi vállalatok hazai bankrendszerből felvett hiteleinek állománya 2009 harmadik negyedévében tovább csökkent és visszaesés a korábbi időszakoknál nagyobb mértékű volt. A változások összetételét megvizsgálva láthatjuk, hogy a csökkenés forrása a devizahitelek állománycsökkenése, amellyel szemben a forintbitelek csekély növekménye áll. Az első félévben látottól némiképp eltérően a harmadik negyedévben a hosszú lejáratú, beruházási hitelek nagyobb mértékben csökkentek, mint a rövid, főként forgóeszköz finanszírozásra felvett hitelek (a rövid lejáratú forint hitelek esetében emelkedést láttunk). Vállalati méret szerint vizsgálva a kis- és közepes vállalatok hitelezése a nagyvállalatok hitelezésénél jobban csökkent.

A reálgazdasági folyamatok mellett a banki hitelek ár- és nem-árjellegű feltételeinek szigorodása ugyancsak hozzájárult a vállalati hitelállomány visszaeséséhez. A banki forrásköltségek fokozatos csökkenése mind az euro, mind a forint alapú hiteleknel megmutatkozik. Ezt a pozitív hatást azonban jelentős mértékben kompenzálja a bankok által érzékelt hitelkockázatok növekedése és ennek a hitelkamatokba történő beárazása. A nem-árjellegű feltételek tekintetében a hitelezési felmérés szerint a szigorítások elsősorban már nem a likviditási kockázatokkal, hanem a gazdasági visszaesés várható hatásával és a banki kockázatkerüléssel magyarázhatóak. A nem-árjellegű feltételek romlása a vállalatoknál elsősorban fedezeti követelmények szigorításában és a maximális futamidő mérséklésében jelentkezett.

2-9. ábra: A hazai bankszektor negyedéves nettó vállalati hitelflowja*



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

Forrás: MNB

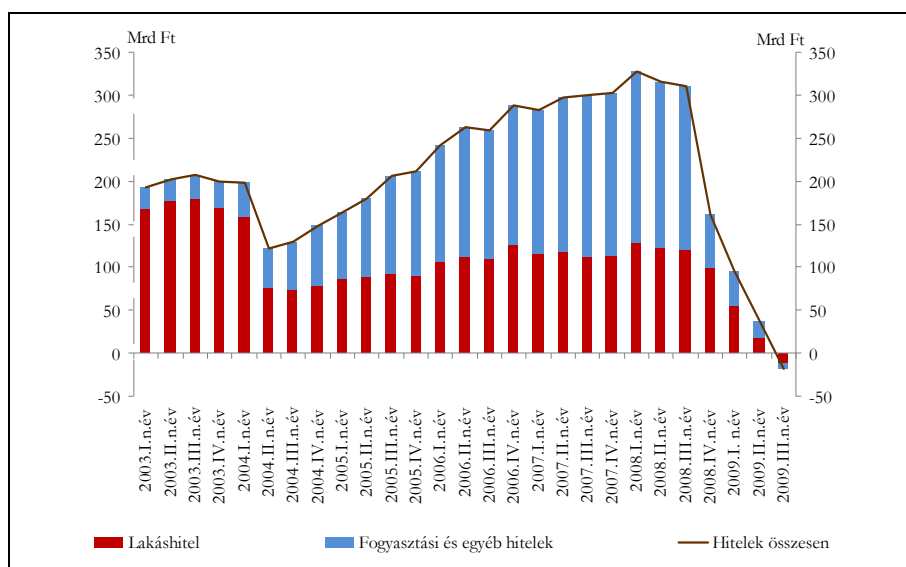
A vállalatok a bankrendszerben 2009 második negyedévében elhelyezett devizabetéteiket, a harmadik negyedévben nagyrészt leépítették, illetve csökkent a forintbetétek állománya is. A betétállományok fokozatos leépítése arra utalhat, hogy a gyenge hitelezési aktivitás elsősorban kínálati okokra vezethető vissza. A megtakarítások felélése további

finanszírozási nehézségeket okozhat, ha várakozásainknak megfelelően a hitelezési hajlandóság csak 2010 második felében javul számottevően.

Háztartási hitelfelvételi és betételhelyezési folyamatok

A harmadik negyedévben a háztartások esetében némiképp eltérő folyamatok rajzolódnak ki, mint a vállalatoknál. Az aggregált háztartási hitelállomány nagyjából megegyezett az egy negyedévvél korábbival (árfolyamhatással korrigálva, szezonálisan igazítva), mindössze minimálisan pozitív hitelflowt figyelhettünk meg. A részletesebb bontásban kiderül, hogy a nulla közeli hitelállomány-bővülés mögött a nem lakáscélú devizahitelek csökkenése és a nem lakáscélú forintbitelek növekedése húzódik meg. A devizahitelek állományán belül a svájci frank alapú bitelek leépülése folytatódik, mostanra szinte teljesen eltűntek a svájci frank alapú bitelek a banki termékpalettáról. Ezzel egyidejűleg az eurohitel-állomány bővül, szinte egyeduralmódóvá vált az újonnan folyósított devizahitelekben belül. A lakáscélú forintbitelek állománya lényegében nem változott ebben a negyedévben, míg a fogyasztási forintbitelek állománya már május óta folyamatosan bővül.

2-10. ábra: A hazai bankszektor háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye*



*Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.
Szezonálisan igazított és árfolyamhatással korrigált nettó hitelállomány-bővülés

Forrás: MNB

A háztartási bitelek állománya az árjellegű feltételek változatlansága, és a nem-árjellegű feltételek szigorodása mellett stagnált. A háztartási bitelek kamataiban az utóbbi negyedévben nem hozott szignifikáns változást a piaci kamatok csökkenése, ami a kockázati költségek növekedésére és azok árazásba való beépítésére utalhat. A nem-árjellegű banki hitelfeltételek szigorodása a lakáscélú hitelezésben 2009 harmadik negyedévében nem folytatódott tovább, miközben a fogyasztási célú bitelek esetén a hitelezési feltételek szigorodtak. Ez főként a minimális hitelképességi szintben, hitelfedezeti arányban, illetve a jövedelemarányos törlesztő-teherben jelentkezett.

A háztartási betétek állománya tovább bővült a harmadik negyedévben is, összesen közel 150 milliárd forinttal. Ennek a nettó növekménynek több mint kétharmad részét deviza-, főleg eurobetétek teszik ki, azon belül is rövid lejáratú lekötött betétek. Ennek több oka

lehet: a forint árfolyamával kapcsolatos leértékelődési várakozások nem szűntek meg teljesen, a forint kamatlábak folyamatosan csökkennek, erősödött a betétekért folytatott verseny a bankok között, így ez vonzóbb megtakarítási formát jelenthet a háztartások számára.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Az augusztusi Jelentés óta beérkezett információk⁷ hatására a makrogazdasági kilátásokról alkotott képünk érdemben nem változott. A kedvezőbb külső keresleti pályából adódó pozitív hatások teljes előrejelzési horizontunkon érvényesülhetnek, ám ennek aggregált növekedési hatásait prognózisunkban a belföldi kereslet várhatóan erőteljesebb csökkenése nagyrészt kioltja. Az idei évre továbbra is jelentős, 7 százalékos megközelítő gazdasági visszaesésre, majd lassú felívelésre számítunk. A hazai gazdaság érdemi bővülése a fejlett és régiós államokat késve követi, várhatóan csak 2011-ben következik be.

A lanyha belső kereslet és a jelentős vállalati alkalmazkodás következtében tartós dezinflációs trendre számítunk, amelynek hatását rövid távon azonban elfedi az indirektadó-emelések árszint-emelő hatása. Bár 2010-ben az emelkedő nyersanyagárak magasabb inflációt indokolnának, ám a kedvezőbb trendinflációs kilátások ennek hatásait ellensúlyozták. Az év végére 5,5 százalék fölé emelkedő teljes fogyasztóiár-index – az indirektadó-emelések bázisba történő bekerülését követően – 2010 közepétől mérséklődésnek indul és 2011 végére 2 százalék körüli szintre süllyed. Az adóintézkedések hatását nem tartalmazó nettó inflációs mutató a teljes előrejelzési horizonton a közép távú inflációs cél alatt alakulhat.

3-1. keretes írás: Alapfeltevéseink változása

Az előrejelzés elkészítése során az alapkamat, árfolyamok és az olajár esetében a korábbi gyakorlatnak megfelelően szabályalapon meghatározott, rögzített értékekkel számoltunk. A feltevések a publikálást megelőző hónap átlagos értékeivel egyeznek meg.

3-1. táblázat: Főbb alapfeltevéseink változása az augusztusi Jelentéshez képest*

Főbb feltevéseink változása a augusztusi jelentéshez képest*

	2009. augusztus			2009. november			Változás augusztushoz képest (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Jegybanksi alapkamat (%)**	8,5	8,5	8,5	7,0	7,0	7,0	-1,5	-1,5	-1,5
Forint/euro árfolyam	281,1	272,1	272,1	280,0	268,7	268,7	-0,4	-1,3	-1,3
Dollár/euro árfolyam (cent)	137,0	140,8	140,8	139,4	148,1	148,1	1,7	5,2	5,2
Brent olajár (dollár/hordó)	59,0	71,6	75,6	61,4	78,4	82,5	4,0	9,4	9,1
Brent olajár (euró/hordó)	42,9	50,9	53,7	43,7	52,9	55,7	1,9	4,0	3,7
Brent olajár (forint/hordó)	12 011	13 841	14 619	12 184	14 219	14 971	1,4	2,7	2,4

* Éves átlagok, előreintve a 2009. októberi átlagos árfolyam, illetve határidős olajpálya alapján.

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

Alapfeltevéseink összességében nem változtak érdemben az augusztusi Jelentés óta. Az alapkamat a csökkentési ciklus eredményeképpen 1,5 százalékponttal alacsonyabb, 7,0 százalékos szinten áll. A forint árfolyama stabilan alakult az elmúlt időszakban, a dollár/euro keresztárfolyam azonban további gyengülést mutatott, mérsékelve ezáltal az olajárak emelkedésének hatását. Az olajár-pálya meredeksége 2010-ben némileg emelkedett, de az előrejelzési horizontunk végén már nem gyakorol számottevő hatást a prognózisra.

⁷ Előrejelzésünk információs bázisa a 2009. november 11-ig beérkezett adatokat tartalmazza. Az ezután beérkezett előzetes GDP-adatot csak tényértékelésünkben vettük figyelembe.

3. 1. Javuló külső keresleti kilátások

A magyar gazdaság konjunktúra-kilátásait továbbra is a külső kereslet, a hitelezési aktivitás alakulása, valamint a kormányzati megszorító intézkedések befolyásolják érdemben.

3-2. táblázat: Külső keresletünk előrejelzése

GDP alapú külső kereslet éves átlagos változása									
		Teljes				Euroövezet*			
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
MNB	2009. november	2,1	-4,6	0,9	2,1	0,6	-4,0	0,4	1,3
	2009. augusztus	2,0	-5,1	0,3	2,1	0,6	-4,6	-0,2	1,4
IMF	2009. október	2,0	-4,5	0,8	2,2	0,7	-4,2	0,3	1,3
	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. november	2,0	-4,4	1,1	1,9	0,6	-4,0	0,7	1,5
	2009. május	2,1	-4,1	0,2	-	0,8	-4,0	-0,1	-
EKB	2009. szeptember	-	-	-	-	0,6	(-4.4) - (-3.8)	(-0.5) - 0.9	-
	2009. június	-	-	-	-	0,6	(-5.1) - (-4.1)	(-1.0) - 0.4	-

* MNB esetén a rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum

** Az IMF által készített becslés (az MNB módszertanától eltérő súlyrendszerrel és országkörrel)

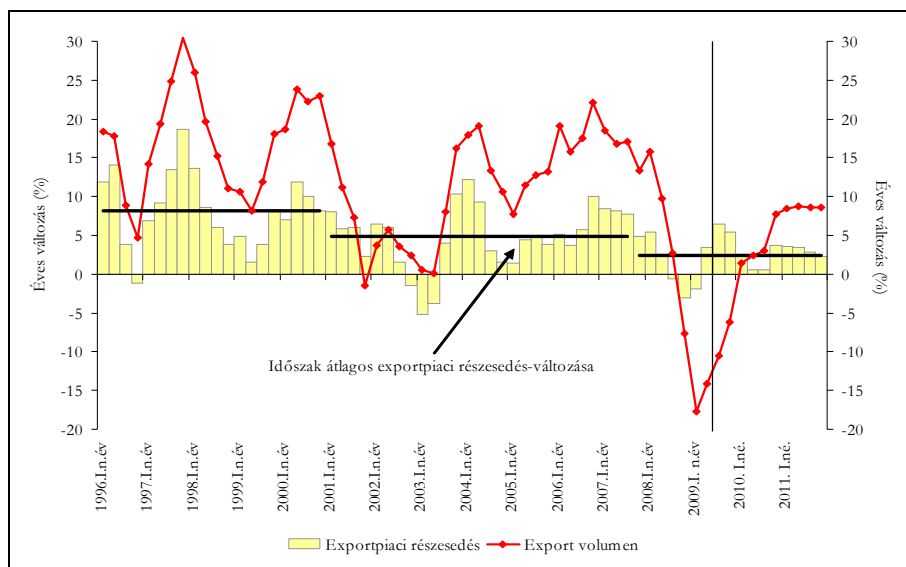
A nemzetközi előrejelző intézetek főbb gazdaságokra vonatkozó prognózisai rövid távon javultak az elmúlt hónapok során. A kedvezőbb globális növekedési kilátások várhatóan a hazai exportszektor teljesítményét is pozitívan befolyásolják. Ugyanakkor számos kockázatot is látunk a külső kereslet növekedési impulzusait tekintve. Ezen kockázatok egy része a globális folyamatok fenntarthatóságát övezik, míg másik része a hazai export szektor számára biztosított növekedési többlet nagyságához kapcsolódik.

Bár a befektetői hangulat jelenleg is rendkívül optimista, a bizalmi indikátorok folyamatosan emelkednek és az eszközárak korrekciója is már hónapok óta megfigyelhető, a gazdasági kilábalás fenntarthatósága azonban változatlanul törékenynek tekinthető. A fiskális keresletélénkítő intézkedések jelentősen rontják a gazdaságok költségvetési egyensúlyát és érdemben megnövelik az országok várható adósságpályáját. A munkanélküliség növekedése stabilizálódó gazdasági környezetben is jellemző maradhat, míg a bankszektor mérlegeinek kiigazítása és a veszteségek leírása több évig elhúzódó folyamat lehet. Ezen környezetben a gazdaságpolitikai ösztönzők visszavonásának időzítése kulcsfontosságú tényező lehet. A feltételek indokoltnál korábbi, illetve nem megfelelően koordinált szigorítása ismét egy csökkenő GDP-vel és pénzügyi zavarokkal jellemezhető periódust eredményezhet, míg az intézkedések későbbi visszavonása újbóli eszközár-buborék kialakulásával illetve erősödő inflációs nyomással fenyegethet.

Közép távon a magyar külső kereslet szempontjából további kockázatot jelenthet, hogy a globális gazdaság fenntartható növekedése várhatóan a jövőben a fizetési mérleg egyensúlytalanságainak oldódásával jár. A korábban jelentős többletet felhalmozó gazdaságokban a fizetési mérleg fokozatosan romolhat, az export helyett a belföldi kereslet növekedési szerepe lehet hangsúlyosabb. Ezen forgatókönyv bekövetkezése a hazai exportkilátásokat is érzékenyen érinti, hisz a magyar exportértékesítések szorosan kapcsolódnak az európai – azon belül is főleg a német – exportértékesítések alakulásához.

További kockázatot jelenthet, hogy amennyiben a globális egyensúlytalanságok oldódása a dollár reálárfolyamának leértékelődésével párosul, tovább rontva főbb európai exportpartnereink versenyképességét. Az említett folyamat a hazai mellett a régiós országok exportnövekedését is negatívan érintheti.

3-1. ábra: Az exportrészesedés és az exportnövekedés
(éves változás)



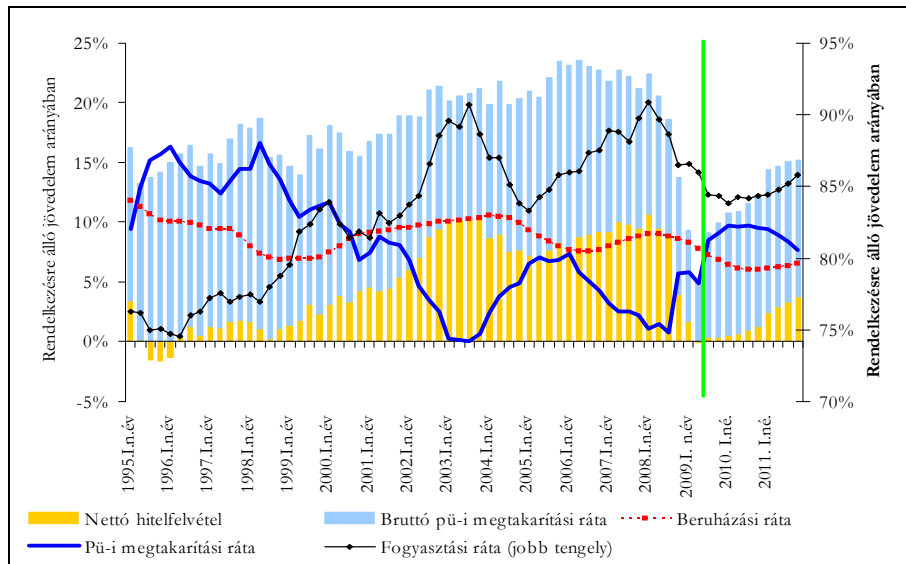
Rövid távon azonban a hazai exportszektor teljesítménye továbbra is profitál a stabilizálódó és fokozatos felívelést mutató külső keresleti feltételekből, míg a globális gazdasági növekedés említett szerkezeti sajátosságai több éves horizonton jelentkezhetnek a hazai exportdinamikában. Ezzel összhangban hosszabb távon a hazai export-értékesítések várhatóan a historikusknál kevésbé érzékenyen reagálnak főbb külkereskedelmi partnereink kedvezőbb növekedési folyamataira. A piaci részesedésünk a következő években várhatóan tovább növekszik, ezen növekedés azonban az elmúlt években megfigyelttől eltérően kevésbé dinamikus lehet. A hatás mértéke nagymértékben függhet attól, mennyire lesz képes a magyar ipar struktúrája a megváltozott keresleti viszonyokhoz alkalmazkodni. Ezen alkalmazkodási folyamatot rövid távon az elmúlt éveknél leértékeltbb reálárfolyam is segítheti.

A hitelezési aktivitást illetően korábbi alap-előrejelzésünket fenntartva továbbra is nagyon mérsékelt ütemű hiteldinamikával számolunk, és csupán 2011-ben számítunk a hitelkiáramlás érdemi élénkülésére.

A háztartások várható fogyasztási-megtakarítási viselkedésében képünk nem változott. A visszafogott hitelaktivitással, megnövekedett bizonytalansággal és kedvezőtlen jövedelmi folyamatokkal jellemezhető környezetben a háztartások továbbra is mérlegeik kiigazítására és egy fenntarthatóbb fogyasztási-megtakarítási profil megvalósítására törekcsenek. A korábbi években historikusan magas fogyasztási ráta szintje előrejelzési horizontunkon mérséklődik, stabilizálódására csak 2011-ben számítunk. A ráta értéke a gyors eladósodást megelőző évek (2000-2001) szintjére süllyedhet. Hasonló csökkenés jellemezheti a beruházási ráta alakulását is. A lakossági beruházások csökkenéséhez a fogyasztási döntéseknél említett tényezők mellett az állami ösztönzők szigorodása is hozzájárul. Az említett hatások erdőjeként a lakosság nettó pénzügyi megtakarításai a korábbi évekhez

képest jelentős mértékben emelkedhetnek. Az óvatossági megfontolások szerepe a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben várhatóan tovább erősödhet, ami a visszafogott hitelkereslet mellett a pénzügyi eszközök növekvő felhalmozásában is jelentkezik.

3-2. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



Fogyasztási előrejelzésünk számszerű változása a várható reáljövedelem pályáról kialakított képünk elmozdulását követi. Az idei évben a vártnál némileg lassabb béralkalmazkodás, illetve a várakozásoknál kedvezőbben alakuló inflációs folyamatok a reáljövedelmek korábban feltételezettnél kisebb visszaesését eredményezheti. Az alacsonyabb inflációs környezet előrettekintve azonban tovább erősítheti a versenyszférára irányuló alkalmazkodási kényszert, amelynek feloldása 2010-ben és 2011-ben is némileg alacsonyabb reáljövedelem-pályával konzisztens.

A nemzetgazdasági beruházások esetében továbbra is csak az EU-forrásokból finanszírozott projekteknél számíthatunk növekedésre. A saját forrásból finanszírozott központi költségvetési és önkormányzati beruházások teljes előrejelzési horizontunkon rendkívül visszafogottan alakulhatnak. A lakossági beruházások esetében a lakástámogatási rendszer szigorítása miatt az idei évben – különösen annak első felében – érdemi előrehozás valósulhatott meg. Ezen hatás kikutásával, a lakossági beruházások jelentős mértékben csökkennek. A vállalati beruházások élénkülése a kedvezőbb külső konjunkturális környezetben is mérsékelt maradhat. A recesszió időszakában a vállalatok jelentős kapacitásfelesleget halmoznak fel, hisz a termelési folyamatok visszaesésével párhuzamosan a fizikai tőke hasonló leépítése nem lehetséges. A meglévő jelentős szabadkapacitások kedvezőbb keresleti feltételek mellett is lehetőséget teremtenek a termelés bővítésére, így a gazdaság dinamizálódásának első szakaszában a vállalati beruházások bővülése alacsony maradhat. Ugyanakkor meg kell említenünk, hogy néhány nagy volumenű beruházás (pl. kecskeméti Mercedes gyár) kivitelezése időben némileg csúszik. Ezen beruházások jelentős részét a 2010-s és 2011-s évre megosztva számoltuk el.

3-2. keretes írás: Mutatók a kapacitás-kihasználtság mérésére

A vállalati szektor kapacitás-kihasználtságának alakulása számos rövid távú konjunkturális információt hordoz magában. A termelési tényezők kihasználtságának aktuális helyzete a keresleti feltételek változásával várható beruházási igényre és a gazdaságban érvényesülő inflációs nyomás mértékére is utalhat. A mutató átlagosnál alacsonyabb szintje rövid távon visszafogott beruházási aktivitással és alacsony inflációs nyomással lehet konzisztens.

A kapacitás-kihasználtság a vállalatok számára rendelkezésre álló termelési tényezők felhasználásának intenzitását méri. Aktuális elemzésünkben a nemzetközi gyakorlatban legelterjedtebb módszereket mutatjuk be. Az első megközelítés alapja a munkatermelékenység. Használatával feltételezzük, hogy a termelékenység változása részben a technológiai fejlődés, részben a munkaerő kihasználtságának elmozdulásait mutatja. A munkaerő kihasználtságának változása a tőkejavak kihasználtságát is hasonlóan érinti. Ennek megfelelően vizsgálatunkban a munkatermelékenység⁸ alakulását – Hodrick- Prescottt filter segítségével – trend és ciklikus komponensekre bontottuk, és az utóbbit használjuk a kapacitáskihasználtság indikátoraként.

A második módszer egy Cobb-Douglas típusú termelési függvényen alapszik, ahol a két termelési tényező a munka és a tőke, és feltételeztük hogy a mérethozadék állandó. Ezt a függvényt ágazatonként és a mindkét munkaerő statisztikára külön-külön megbecsültük⁹. Ha a munka és a tőke mennyiségének változatlansága mellett a termelés növekszik, az a technológiafejlődésre vagy a kapacitások kihasználtságának növekedésére vezethető vissza. Ennek megfelelően a függvények ún. Solow-reziduumának trendtől szűrt komponensét, mint a kapacitás-kihasználtság indikátorát azonosítottuk.

A harmadik módszer alapját különböző kérdőíves felmérések adják. Ezen indikátorok azonban csak a feldolgozóipar esetében kerülnek lekérdezésre, míg a piaci szolgáltatások esetében hasonló indikátorral nem rendelkezünk. Ezen módszerhez három felmérésen alapuló mutatót vetünk figyelembe: a GVI (Gazdaság-vállalkozás Elemző Intézet) indikátorát, a Kopint-Tárki mutatóját és a GKI által az Európai Bizottság ajánlása alapján végzett ESI felmérés eredményeit.

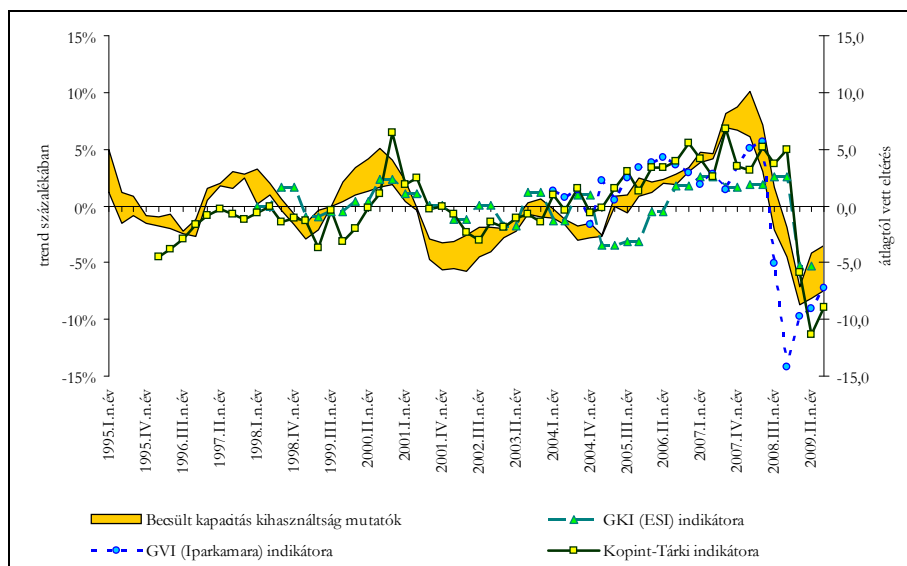
Mivel a három módszer által kapott eredmények a feldolgozóipar esetében nagy hasonlóságot mutattak, ezért a piaci szolgáltatások folyamataira kapott saját becslési eredményeinket is irányadónak fogadtuk el. Az eredményeinket az alábbi ábrákon összegeztük. A 2005-2006-os évektől kezdődően a növekvő makrogazdasági – főként a gazdaság egyensúlyi pozíciójához kapcsolódó – bizonytalanságok és a kevésbé „befektetőbarát” intézményi környezet következményeként a hazai versenyszféra vállalatai a keresleti feltételek változására a beruházási aktivitásuk növelése helyett a kapacitáskihasználtság emelésével reagáltak. Ennek eredményeként a nemzetközi gazdasági válságot megelőző negyedévekben a kapacitás-kihasználtság – különösen a feldolgozóiparban – historikusan magas szintre emelkedett. A válság kitörését követően a kapacitás-kihasználtság gyors ütemben csökkent, jelenleg a historikus minimuma közelében

⁸ A bizonytalanságok mérséklése érdekében a foglalkoztatottak számának alakulását az intézményi és a munkaerő-felmérés adatai alapján is bevontuk a becslésbe. Megjegyezzük azonban, hogy a szektorális hozzáadott-érték adatokkal a – nemzetgazdasági foglalkoztatottak számát szélesebb körben lefedő – munkaerő-felmérés (LFS) adat a konzisztens.

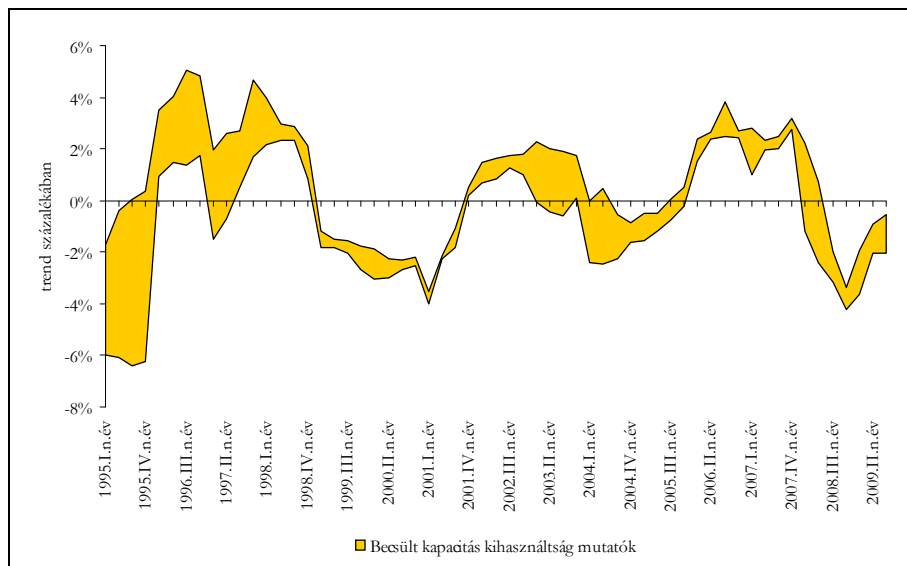
⁹ A tőkeállomány adatsor MNB becslés.

tartózkodik. A kapacitás-kihasználtság esetében – nagy mértékű létszámleépítések mellett is – lényegesen erősebb visszafogást tapasztaltunk a feldolgozóipar esetében. A kapacitás-kihasználtság mutatók aktuális alakulása alapján a vállalati beruházások esetében általános rövid távú felívelésre nem számíthatunk, miközben az inflációs nyomás is várhatóan visszafogott marad.

3-3. ábra: A feldolgozóipar kapacitás kihasználtsága különböző mutatók alapján
(szezonalisan igazított havi adatok alapján)



3-4. ábra: A piaci szolgáltatások kapacitás kihasználtsága különböző mutatók alapján
(szezonalisan igazított havi adatok alapján)



A nettó export növekedési hozzájárulása korábbi előrejelzéseinknél is kedvezőbb lehet. Ennek okai egyrészt a javuló külső keresleti kilátások, másrészt a gazdaság elmúlt

negyedévekben megváltozott importigényessége. Ez utóbbi folyamat, bár az idei évinél kisebb mértékben, de még 2010-ben is jellemző lehet. A reálgazdasági egyenleg teljes előrejelzési horizontunkon pozitív növekedési hozzájárulást biztosít.

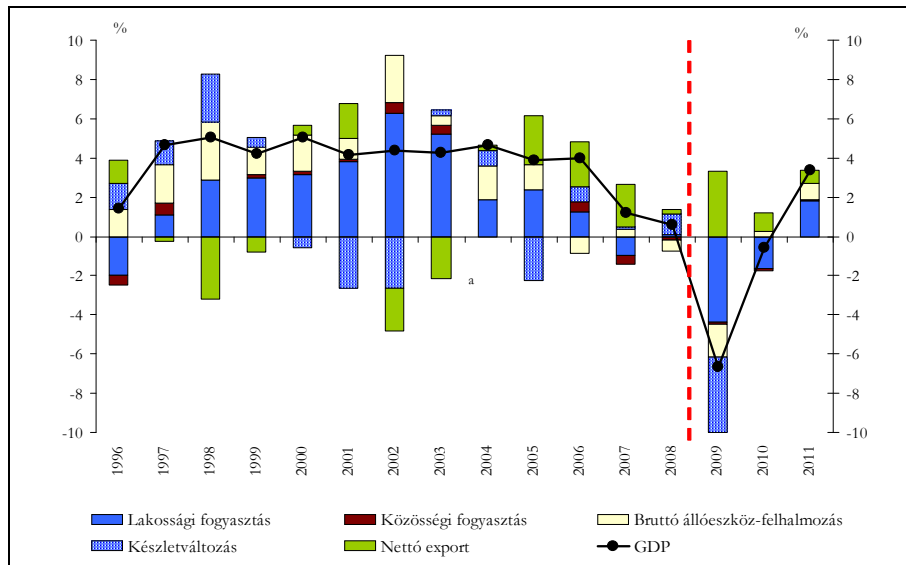
A rövid távon kedvezőbb keresleti folyamatok ellenére a 2009-es évre adott GDP-előrejelzésünk nem változott. Ennek oka, hogy a készletek leépítése várakozásainknál is erőteljesebb volt. Az alacsonyabb készletszintek megvalósítása az idei évi növekedési folyamatokat jelentős mértékben visszavetik. Rövid távon változatlan növekedési képünket – a negyedéves frekvencián jobban mérhető – termelési oldali folyamatok is alátámasztják.

3-3. táblázat: GDP előrejelzésünk főbb összetevői (éves változás)

	2008	2009	2010	2011
	tény	előrejelzés		
Háztartások fogyasztási kiadása	-0.5	-8.1	-3.0	3.1
Természetbeni társadalmi juttatás	2.3	-1.0	-0.6	1.7
Háztartások végső fogyasztása	0.1	-6.4	-2.5	2.8
Közösségi fogyasztás	-1.9	-1.3	-1.1	0.6
Végső fogyasztás összesen	-0.2	-5.9	-2.3	2.5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2.6	-8.1	1.4	4.3
Készletváltozás és egyéb	x	x	x	x
Bruttó felhalmozás	2.3	-27.0	1.5	5.0
BELFÖLDI FELHASZNÁLÁS	0.4	-10.1	-1.6	2.9
EXPORT	4.8	-12.3	3.6	8.6
IMPORT	4.7	-16.5	2.7	8.4
BRUTTÓ HAZAI TERMÉK	0.6	-6.7	-0.6	3.4

Összességében az idei évre továbbra is 6,7 százalékos visszaesést valószínűsítünk, bár a növekedés szerkezete némileg eltér legutóbbi előrejelzésünktől. A kedvezőbb globális gazdasági kilátások 2010-ben a hazai növekedési folyamatokat is pozitívan érintik, ám érdemi fellendülésre csak 2011-ben számítunk. A gazdaság felívelési fázisában a növekedés forrása a tovább dinamizálódó nemzetközi környezet mellett a belföldi kereslet élénkülése lehet. Az alacsony inflációs környezetben a háztartások reáljövedelmének növekedése a szektor fogyasztási döntéseit ösztönzi, míg a növekedési kilátások tartós javulása illetve a finanszírozásai feltételek konszolidálódása a vállalati beruházásokat is élénkíti.

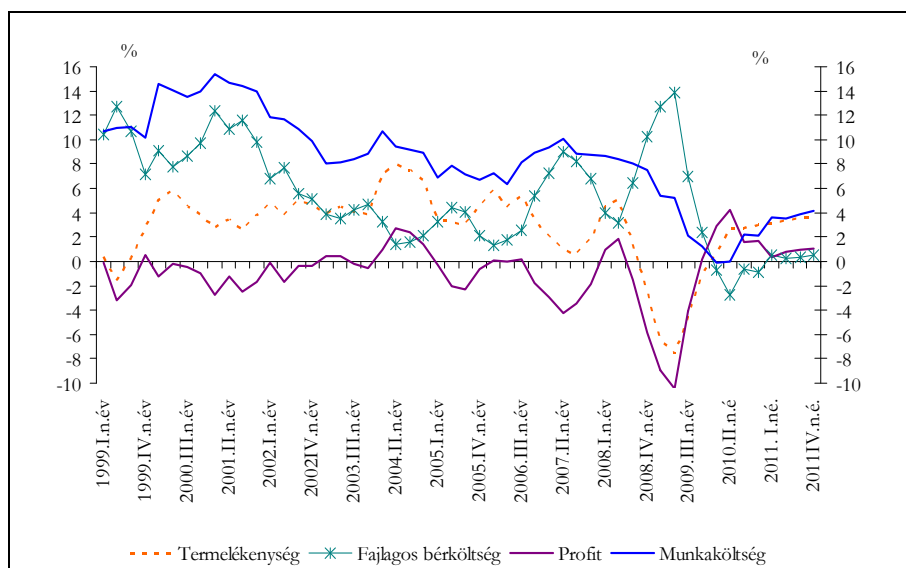
3-5. ábra: A GDP növekedésének szerkezete



3. 2. Erős munkapiaci csatorna – alacsonyabb bérmegállapodások mérsékelhetik a várható létszám-csökkenést

A gazdasági válság hatására visszaeső kereslet és a hitelcsatorna szigorodása nagymértékben beszűkítette a vállalatok mozgásterét. Mivel a rendkívül visszafogott kereslet hatására kialakuló deflációs környezet nem teszi lehetővé a jövedelmezőség árakon keresztül történő kiigazítását, így előrejelzésünkben továbbra is a munkaerő-költségek optimalizálását tartjuk hangsúlyosabbnak. Ezen belül is – legutóbbi előrejelzésünkhöz képest – nagyobb valószínűséget tulajdonítunk a bérdinamika lassulásának, mint a foglalkoztatás további, nagymértékű csökkenésének.

3-6. ábra: A fajlagos bérköltségek és az összetevőinek alakulása a versenyszférában (éves változás)



Előrejelzésünkben rövid távon a vártnál némileg magasabb tényadatok miatt a versenyszférát tekintve kissé magasabb bérpálya irányába mozdultunk el. Ugyanakkor 2010-től – a legutóbbi inflációs jelentésben még a kockázatok között figyelembevett – nominális alkalmazkodás erősödésére számítunk. Ennek hátterét döntően az alacsonyabb trendinflációs környezet teremti meg. A folyamatot segítheti a személyi-jövedelemadó szabályok jövő évi módosítása is. Az új adószabályok mellett átlagosan a nettó bérek növekedése mintegy 2,5 százalékponttal haladhatja meg a bruttó béreket. Azaz adott mértékű nettó jövedelemnövekedés alacsonyabb bruttó béremelkedés mellett valósulhat meg a jövő évben. A gazdasági folyamatok élénkülésével párhuzamosan a versenyszféra bérindexe 2011-ben ismét gyorsulhat.

3-3. keretes írás: Az OÉT bér ajánlások orientáló szerepe

Magyarországon az Országos Érdekegyeztető Tanács (OÉT) által megfogalmazott bér ajánlások nem kötelező érvényűek, így nem jelentenek szigorú alkalmazkodási korlátot a vállalatok számára; a piaci szereplők általános bérinflációval kapcsolatos várakozásainak alakításában ugyanakkor szerepet játszhatnak. Ebben az esetben a vállalatok nem pontosan a megállapodásnak megfelelően alakítják a béreket, hanem azt csak viszonyítási alapként tekintik, amiktől az egyén és akár a vállalat teljesítménye függvényében eltérhetnek.

Korábban bemutattuk, hogy a versenyszektor átlagbéreinek növekedése rendszeresen meghaladta a megállapodásokban foglalt értéket, és tárgyaltuk ennek lehetséges okait is.¹⁰ Aktuális keretes írásunkban a béremelések eloszlását vizsgálva egy olyan jelenségre kívánjuk felhívni a figyelmet, ami arra utalhat, hogy az orientáló hatás a versenyszektorban mégis számottevő lehet. Ezért a tárgyalásokon megfogalmazott ajánlások nemzetgazdasági szinten is jelentékeny hatással bírhatnak a bérek alakulására, így a monetáris politika szempontjából sem közömbösek.

A 3-7. és a 3-8. ábra az alapbérek – azaz a bérezés módjától függően a havi alpbér vagy az alap órabér – logaritmikus változásának eloszlását mutatja be az egyes években, az Állami Foglalkoztatási Szolgálat bértarifa adatbázisának összekötött adatai alapján.¹¹ Látható, hogy az alpbér-változások alapvető eloszlásának csúcsa a vizsgált években jellemzően a bértárgyalások által meghatározott sávba esett. Ez az eredmény várható, ha a munkaadók az ajánlásban foglalt értékhez viszonyítva határozzák meg az egyéni béremeléseket.

Elképzelhető azonban az is, hogy nem az OÉT bér ajánlások orientálják a várakozásokat, csupán az OÉT szereplői fogalmazzák meg – megfelelő információ birtokában – reális ajánlásokat. Ezen magyarázat valószínűségét ugyanakkor csökkenti, hogy a tárgyalásokban részt vevő szervezetek a gazdaságnak csupán egy szűk, speciális csoportját fedik le: körükben felülreprezentáltak az államhoz köthető nagyvállalatok és bizonyos szektorok képviselői. Emellett azt is érdemes megjegyezni, hogy a bér ajánlások definíciója pontatlan, eredeti szándékuk szerint inkább az átlagos bér emelésére, mint a legjellemzőbb béremelésre vonatkozhatnak – e kettő pedig számottevően eltérhet egymástól.

¹⁰ Lásd pl. Jelentés az infláció alakulásáról, 2008. február, 16. oldal

¹¹ Mivel a többi bérelem alakulását az egyéni teljesítmény ingadozása az általános bérinflációnál jobban befolyásolja, ezek vizsgálatától eltekintettünk.

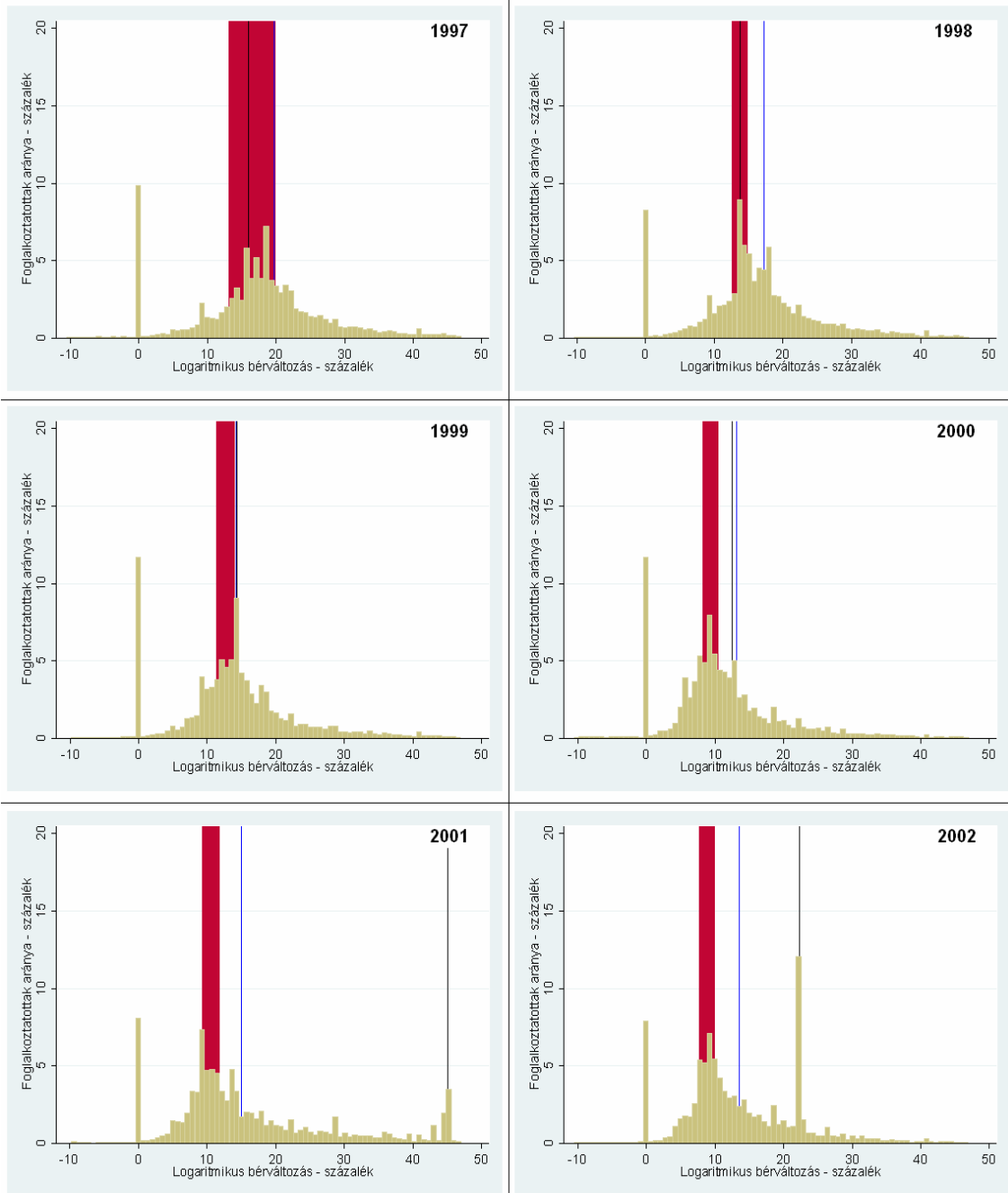
Fel szeretnénk hívni a figyelmet a 2003. év tapasztalataira is. Ekkor az OÉT a bruttó nominálbér helyett a nettó reálbérré vonatkozóan fogalmazta meg az ajánlását. Látható, hogy ebben az évben a béremelések eloszlása a korábbi években jellemzőnél kevésbé volt csúcsos. Ez részben a megállapodással kapcsolatos nagyobb bizonytalanságra utalhat, részben pedig annak lehet a következménye, hogy az adójóváírás megemlése következtében a különböző bércategóriákba tartozó csoportok esetében az ajánlás igen eltérő bruttó béremelést jelentett.

Míg a változások jellemzően az OÉT ajánlása köré csoportosulnak, az átlagos béremelést számos más tényező is befolyásolja. Egyértelműen azonosítható lokális csúcsok figyelhetők meg a minimálbér, illetve a garantált bérminimum emelésének megfelelő értékek esetében. Jelentős azok aránya is, akiknek az alpbére nem változott, ami egyrészt lefelé való bérmerevségekre utalhat, másrészt abból adódik, hogy egyes vállalatok nem éves rendszerességgel változtatják a béreket. Az alpbér-csökkentések száma elhanyagolható, ami ugyancsak lefelé való bérmerevségre utal. Részben ennek a merevségnek, részben feltehetőleg az előléptetésekkel járó nagyobb béremeléseknek köszönhető, hogy az eloszlás a logaritmusos transzformáció ellenére is minden évben jobbra ferde. Emellett míg az elemzésünk az egyes munkavállalók bérének alakulását vizsgálja, nemzetgazdasági szinten fontos tényező a munkaerő összetételének változása is.¹²

Bár az OÉT megállapodásai nem bírnak kötelező erővel, és az átlagbér emelkedését számos más tényező is befolyásolja, a fentiek alapján igen valószínűnek tartjuk, hogy a bérajanlások jelentős szerepet játszanak a bérinflációs várakozások koordinálásában.

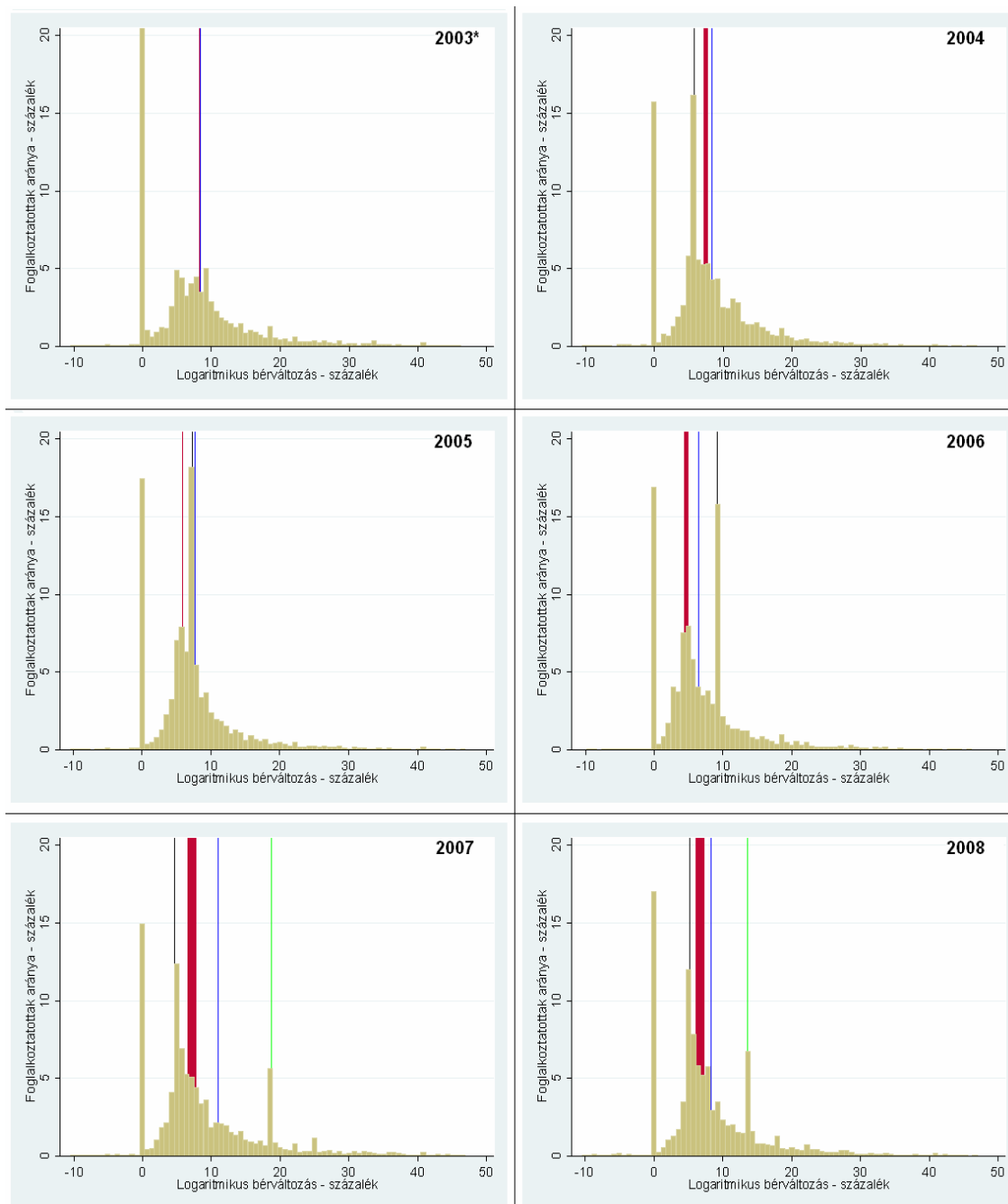
¹² Az azonos típusú foglalkoztatott azonos munkáért kapott bérének változását mutató bérinflációnál a nemzetgazdasági jövedelemelosztás szempontjából fontosabb az átlagbér emelkedése, ami a gazdaság és a munkaerő szerkezeti változásai következtében jellemzően magasabb. A két mutató közti eltérés az idei évben különösen jelentős, mivel az elbocsátások főként a képzetlenebb munkaerőt érintik.

3-7. ábra: A bérek változásának eloszlása az összekötött bértarifa-adatok alapján, 1997-2002



Piros: OÉT sáv, kék: KSH bruttó átlagbér-emelkedés, fekete: minimálbér, világoszöld: garantált bérminimum

3-8. ábra: A bérek változásának eloszlása az összekötött bértarifa-adatok alapján, 2003-2008



Piros: OÉT sáv, kék: KSH bruttó átlagbér-emelkedés, fekete: minimálbér, világoszöld: garantált bérminimum.

*2002-ről 2003-ra a minimálbér változatlanul 50 000 Ft maradt. Az OÉT a nettó reálbérek 4,5 százalékos növelésében állapodott meg, ennek közelítő átlagos bruttó nominális bérben kifejezett értékére vonatkozik a piros vonal.

A létszámalkulást tekintve 2010 végéig továbbra is a foglalkoztatottak létszámának egyre mérséklődő ütemű csökkenésére számítunk. A foglalkoztatási folyamatokban pozitív elmozdulást csak 2011-re prognosztizálunk. Ezen létszámbővülés azonban a recesszió

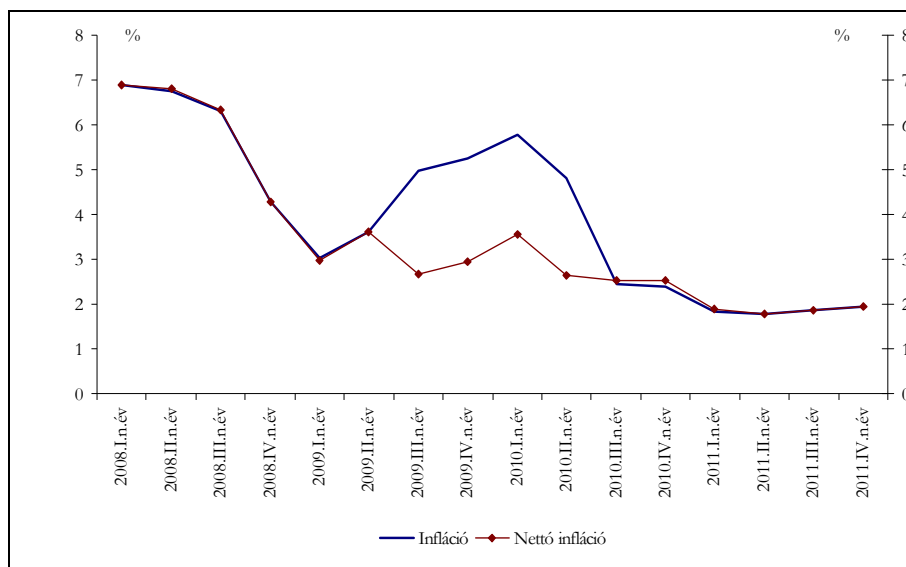
időszakában megfigyelt csökkenés mértékétől lényegesen elmarad, azaz a munkanélküliségi ráta tartósan a korábbi években jellemző érték fölött alakulhat. Ennek oka egyrészt, hogy a recessziós időszak kibocsátási veszteségét csak több év alatt lesz képes ledolgozni a globális és a hazai gazdaság. Másrészt a fizikai tőkéhez hasonlóan a humán erőforrások tekintetében is jelentős többlet-kapacitások halmozódhattak fel. A vállalatok a magas keresési és betanítási költségek miatt a válság időszakában is – a ledolgozott munkaórák számának csökkentésével illetve állami támogatások igénybevételével – igyekeztek megtartani jól képzett, termelékenyebb munkavállalóikat. A növekedési fázis első szakaszában várhatóan ezen szabad kapacitásokat aktiválják.

Összességében a vállalati szektor jövedelmezőségi helyzetének stabilizálásában továbbra is a munkaerő-költségek alkalmazkodása lehet hangsúlyos. A vártnál alacsonyabb trendinflációs folyamatok következtében a korábban a kockázatok között figyelembevett erőteljesebb nominális alkalmazkodás aktuális alap-előrejelzésünkben is megjelenik. A bérdinamika lassulása különösen a szolgáltató szektorban lehet számottevő, ezzel is támogatva a szektor árazásának tartósan alacsony szintre kerülését. A foglalkoztatottak létszámának növekedése 2011-ben korábbi várakozásainknál mérsékeltebb lehet.

3. 3. Éves horizonton túl tartósan cél alatti infláció

Inflációs előrejelzésünket egymással ellentétes irányba ható tényezők befolyásolták. Előrejelzési szempontból exogén alapfeltevéseink illetve a szabályozott árak alakulásáról beérkező információk augusztushoz képest magasabb infláció irányába változtak, míg a makrogazdasági környezetből levezethető trendfolyamatok korábbi várakozásainknál kedvezőbben alakulhatnak. Előrejelzésünk változását a két hatás eredője okozta.

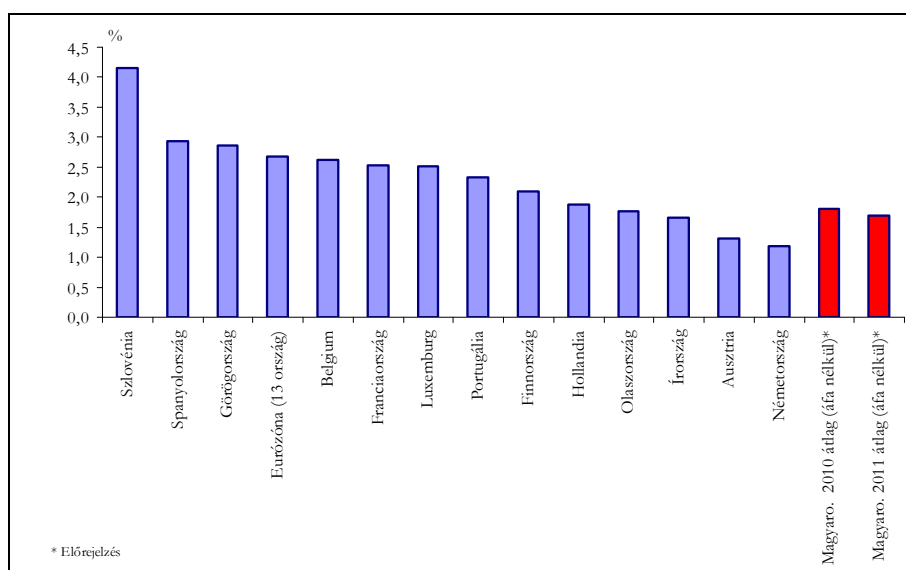
3-9. ábra: A fogyasztóiár-index és a nettó infláció alakulása
(éves változás)



A piaci szolgáltató szektor árazásában egyre markánsabban jelenik meg a visszaeső kereslet árleszorító hatása. A kedvezőtlen keresleti környezethez a szektor bérezésében is igyekeznek alkalmazkodni. A folyamat teljes előrejelzési horizontunkon jellemző maradhat. Korábbi vizsgálataink szerint a piaci szolgáltatások előző években megfigyelt, tartósan magas

inflációja mögött nem országspecifikus árazási tényezők, hanem sokkal inkább a szektor magas és lassan alkalmazkodó bérei állnak.¹³ Mivel a termékkör költségszerkezetében a legnagyobb részarányt a munkabérek adják, a béralkalmazkodás ezen termékcsoport áralakulásában érhető tetten leginkább. Az a tény, hogy aktuálisan a szolgáltató szektor béreinek és árának alkalmazkodását párhuzamosan figyelhetjük meg, a folyamat tartósságát erősítheti meg. Ezt figyelembe véve a piaci szolgáltatások lassuló áremelkedését tartós folyamatnak véljük, és az előrejelzési horizonton historikusan – és nemzetközi összehasonlításban is rendkívül alacsony – 1,5 százalékos köré süllyedő inflációra számítunk.

3-10. ábra: A piaci szolgáltatások áralakulása nemzetközi összehasonlításban
(éves átlagos változások minimuma 2003-2009 között)



Előrejelzési horizontunkon a feldolgozott élelmiszerek visszafogott áralakulása továbbra is fennmaradhat, ám a világpiacon nyersanyagárak emelkedésével, a 2008-as évnél várhatóan kedvezőtlenebb idei évi mezőgazdasági teljesítmény realizálódásával és a lassan javuló keresleti feltételekkel összhangban fokozatos inflációgyorsulásra számítunk.

Az iparcikkek árának alakulását a keresleti tényezők mellett az árfolyam változása befolyásolja leginkább. A harmadik negyedéves tényadat arra enged következtetni, hogy a termékkör áraiba már begyűrűzött az év eleji jelentős árfolyamgyengülés, és egyre inkább a belföldi kereslet ármérséklő hatása kerül előtérbe. Ennek megfelelően 2010 végéig folyamatos dezinflációra, majd a konjunkturális folyamatokkal és a nemzetközi iparcikkárak változásával összhangban 2011-ben az árindex moderált emelkedésére számítunk.

Az alapfeltevések változása leginkább a maginfláción kívüli tételekben éreztette hatását. A forintban mért olajárak mintegy 2,5 százalékkal emelkedtek augusztus óta, ami az üzemanyagok valamint a szabályozott árak alakulásán keresztül inkább rövid távon hatottak az előrejelzésre.

A szabályozott árakban két, egymás hatását nagyjából semlegesítő intézkedéssel is számoltunk. Egyrészt a távfűtés áfa-tartalmának 2010. januártól való csökkentésével, mely

¹³ Bauer Péter – Gábril Péter: Inflációs perzisztencia a traded és nontraded szektorban (MNB Tanulmányok 82, 2009. október)

mintegy másfél tized százalékponttal mérsékelné a fogyasztóiár-indexet. Másrészt, az áramszolgáltatás díjának átlagosan négy százalékkal történő emelésével, ami hasonló mértékű, de ellentétes irányú hatást gyakorol a teljes árindexre.

Összességében az indirektadó-emelések hatásától szűrt nettó inflációs mutató az előrejelzési horizontunk egészén cél alatt alakulhat. A teljes fogyasztóiár-index a 2010 januárjában hatályba lépő jövedékiadó-emelés, illetve az olajárak emelkedése miatt erősödő bázishatások következtében 2010-elején tovább emelkedik, ám az év közepétől folyamatosan a középtávú inflációs cél alatt alakulhat.

3-4. táblázat: Inflációs előrejelzésünk időbeli lefutása

	Súly	2009. I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.	2010. I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.	2011. I. né.	II. né.	III. né.	IV. né.
Feldolgozatlan élelmiszer	5,9	3,1	11,1	3,9	3,5	2,0	-1,1	5,1	5,4	3,6	3,3	3,8	4,1
Járműüzemanyag és piaci energia	7,0	-11,5	-9,9	-5,0	4,9	16,9	12,0	5,7	6,4	2,5	1,8	1,2	0,8
Szabályozott árak	15,9	8,1	8,0	8,6	7,1	6,4	6,3	3,9	4,1	4,1	4,2	3,9	3,5
Maginfláció	71,1	3,3	3,2	5,2	5,0	4,9	4,2	1,6	1,3	1,1	1,1	1,3	1,5
Fogyasztói árindex	100,0	3,0	3,6	5,0	5,3	5,8	4,8	2,4	2,4	1,8	1,8	1,9	1,9

Éves átlag													
Maginfláció					4,1				3,0				1,3
Fogyasztói árindex					4,2				3,9				1,9

3. 4. Inflációs és növekedési kockázatok

Az előrejelzésünk alappályájával kapcsolatos bizonytalanságok közül az általunk három legfontosabbnak ítélt tényező hatását szerepeltettük a legyezőábrán. Ezek a belső alkalmazkodás intenzitásával, a külső kereslet átmeneti javulásával és a fiskális egyensúly fenntarthatóságával kapcsolatos bizonytalanságok.

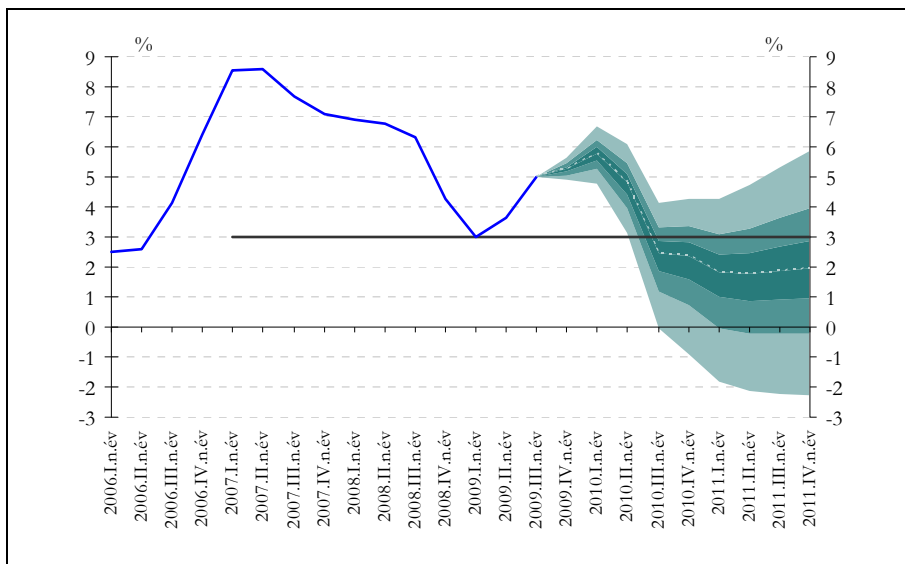
A vártnál lassabb hitelaktivitást alapvetően az európai bankrendszer viselkedésének szigorodása okozhatja. A vártnál gyorsabb portfólióromlás és az emiatt növekvő veszteségelírások megemmelhetik a bankok tőkeigényét és gyorsíthatják a banki mérlegek kiigazításának folyamatát. Ez a hatás az anyabanki kapcsolatokon keresztül a hazai hitelaktivitást is negatívan érintheti. Az erősebb nominális alkalmazkodás lehetőségével már aktuális alappályánkban is számolunk. Ugyanakkor továbbra is fenntartjuk annak kockázatát, hogy az alacsony trendinflációs folyamatok várakozásainktól elmaradó bértömeg-növekedést okozhatnak. Mindkét scenárió a mérsékelt belső keresleten keresztül mind az infláció, mind a gazdasági növekedés esetében lefelé mutató kockázatot jelenthet az előrejelzési horizont egészén.

Hasonló hatással járna a külső kereslet várakozásokhoz képest kedvezőtlenebb alakulása. Ebben az esetben a kedvező tényadatok teljes mértékben egyszeri, átmeneti hatások következményeinek lennének tekinthetők. Az alappályával ellentétben a külső konjunktúra javulása már év végén megtörne, és a tényleges kilábalás 2011 végéig toródna ki. Az elhúzódó válság negatívan befolyásolná a GDP alakulását és erőteljesebb dezinflációt vetítene előre.

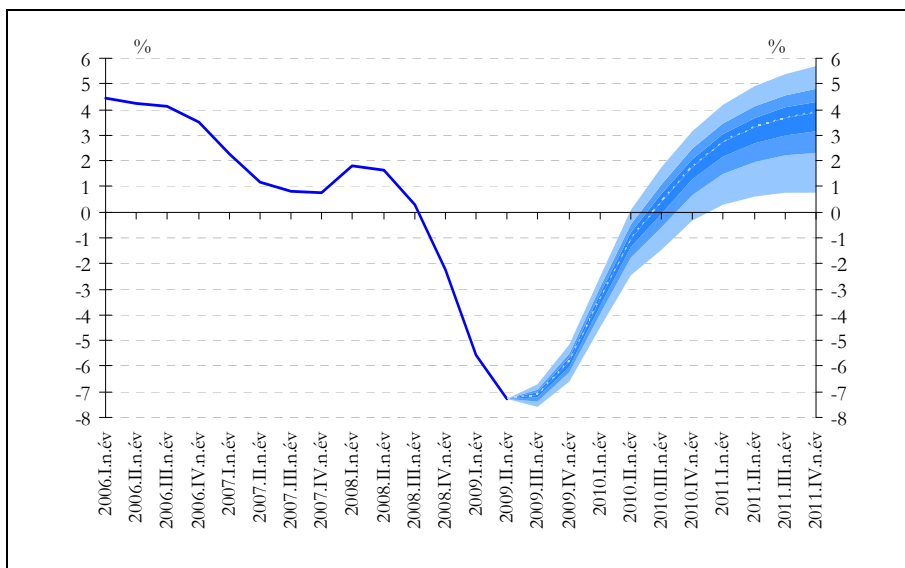
A költségvetési intézkedések kapcsán – előrejelzési szabályainknak megfelelően – elszámoltuk a 2011-re tervezett személyi jövedelem adó esetében elfogadott további kiengedést (kb. a GDP 0,6 százaléka). Figyelembe véve, hogy ezen bevétel-kiesés ellensúlyozására eddig nem tettek javaslatokat, ennek igénye – a 3 százalékos hiánycél elérésének érdekében – a jövőben felmerülhet. Mivel korábbi tapasztalatok alapján a fiskális egyensúlyjavítás a kiadások visszafogásával, illetve a szabályozott árak emelésével történt, így ezek inflációt emelő, illetve növekedést mérséklő hatását érvényesítettük a legyezőábrán.

Összességében az infláció esetében közel szimmetrikus, míg a növekedés esetében hosszabb távon inkább lefele mutató kockázatokat érzékelünk.

3-11. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-12. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



3-5. táblázat: Előrejelzésünk változása 2009. augusztushoz képest

	2008	2009		2010		2011	
	Tény	Előrejelzés					
		Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	5,2	4,3	4,1	3,6	3,0	1,5	1,3
Fogyasztóiár-index	6,1	4,5	4,2	4,1	3,9	2,1	1,9
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	2,1	-5,1	-4,6	0,3	0,9	2,1	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,3	-8,1	-2,7	-3,0	3,4	3,1
Állóeszköz-felhalmozás	-2,6	-9,2	-8,1	1,0	1,4	3,8	4,3
Belföldi felhasználás	0,4	-8,5	-10,1	-1,6	-1,6	2,9	2,9
Export	4,8	-14,5	-12,3	2,6	3,6	8,6	8,6
Import	4,7	-17,0	-16,5	1,8	2,7	8,4	8,4
GDP*	0,6	-6,7	-6,7	-0,9	-0,6	3,4	3,4
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7,2	-2,9	-0,5	-3,0	-1,5	-2,6	-1,4
Külső finanszírozási képesség	-6,2	-0,9	1,5	-0,6	0,1	0,3	0,9
Államháztartás²							
ESA egyenleg ³	-3,8	-4,1 (-3,9)	-4,0	-3,7	-4,3 (-3,8)	-4,3	-4,3
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	7,6	0,4	0,8	2,7	2,5	3,9	3,8
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-1,2	-2,6	-2,7	-0,9	-1,2	0,7	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	8,5 (8,0)	4,2	4,4	3,9	3,7	3,9	3,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-1,1	-3,6	-3,8	-1,7	-2,2	0,9	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	6,0	7,9	8,8	-0,6	-1,2	1,0	0,4
Lakossági reáljövedelem**	-0,5	-4,3	-4,1	-1,3	-1,7	2,3	2,0

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

² A GDP arányában.

³ Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárólása mellett elérhető hiány.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő felmérése szerint.

⁶ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szegregálásának hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéretett és a prémiumok megváltozott szegregálásától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Naptári hatással nem korrigált adatok

** MNB-becslés

3-6. táblázat: Előrejelzésünk összevetve más prognózisokkal

	2008	2009	2010	2011
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2009. november)	6,1	4,2	3,9	1,9
Consensus Economics (2009. október) ¹	-	4,2 - 4,4 - 4,8	2,6 - 3,9 - 4,7	2,7*
Európai Bizottság (2009. november)	6,0	4,3	4,0	2,5
IMF (2009. október)	6,1	4,5	4,1	2,5
OECD (2009. június)	6,0	4,5	4,1	-
Reuters-felmérés (2009. október) ¹	-	4,0 - 4,3 - 4,6	2,5 - 3,9 - 5,0	1,9 - 3,0 - 5,0
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2009. november) ⁴	0,6	-6,7	-0,6	3,4
Consensus Economics (2009. október) ¹	-	(-7,5) - (-6,4) - (-5,6)	(-2,0) - (-0,3) - 1,0	2,6*
Európai Bizottság (2009. november)	0,5	-6,5	-0,5	3,1
IMF (2009. október)	0,6	-6,7	-0,9	2,5
OECD (2009. június)	0,4	-6,1	-2,2	-
Reuters-felmérés (2009. október) ¹	-	(-7,5) - (-6,4) - (-5,8)	(-2,0) - 0,2 - 1,0	-
Folyó fizetési mérleg egyenleg (a GDP %-ában)				
MNB (2009. november)	-7,2	-0,5	-1,5	-1,4
Európai Bizottság (2009. november)	-8,4	1,3	1,7	1,8
IMF (2009. október)	-7,8	2,9	3,3	3,4
OECD (2009. június)	-8,2	4,0	3,2	-
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)				
MNB (2009. november) ⁷	-3,8	-4,0	-4,3 (-3,8)	-4,3
Consensus Economics (2009. október) ¹	-	(-3,8) - (-3,9) - (-4,1) - (-3,5)	(-4,0) - (-5,0)	-
Európai Bizottság (2009. november)	-3,4	-4,1	-4,2	-3,9
IMF (2009. október)	-3,4	-3,9	-3,8	-2,8
OECD (2009. június)	-3,4	-4,2	-4,2	-
Reuters-felmérés (2009. október) ¹	-	(-3,4) - (-3,9) - (-4,1) - (-3,5)	(-4,0) - (-5,5)	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. november)	3,7	-15,1	1,8	5,4
Európai Bizottság (2009. november) ²	3,3	-12,8	2,1	4,5
IMF (2009. július) ⁵	3,5	-13,7	-1,0	4,0
OECD (2009. június) ^{2,3}	2,2	-13,5	0,5	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. november)	2,1	-4,6	0,9	2,1
Európai Bizottság (2009. november) ²	2,0	-4,4	1,1	1,9
IMF (2009. október) ²	2,0	-4,5	0,8	2,2
OECD (2009. június) ^{2,3}	1,6	-4,8	0,0	-
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. november) ⁶	0,6	-4,0	0,4	1,3
Európai Bizottság (2009. november)	0,6	-4,0	0,7	1,5
IMF (2009. október)	0,7	-4,2	0,3	1,3
OECD (2009. június)	0,5	-4,8	0,0	-

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

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

⁴ Naptári hatással nem korrigált adatok.

⁵ Az IMF által készített becslés, melyben a figyelembe vett országok köre és súlyaik eltérnek az MNB számításokhoz használt

⁶ MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum

⁷ Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok jelentős részének eltörlése mellett elérhető hiány.

* Egyedi felmérésből származó adat, a felmérés csak az elemzői válaszok átlagát közölte.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2009. október); European Commission Economic Forecasts (2009. november); IMF World Economic Outlook (2009. július és 2009. október); IMF Country Report No. 09/304 (October 2009); Reuters-felmérés (2009. október); OECD Economic Outlook (2009. június).

3. 5. Növekvő kiadási oldali feszültségek veszélyeztethetik a 2010-es hiánycél teljesíthetőségét

Előrejelzésünk – fontosabb következtetések

Alap-előrejelzésünk szerint 2009-ben a kormányzati hiánycél enyhe felüllövését valószínűsítjük, a cél csak a kiadási folyamatok teljes kontrollja vagy egyedi egyenlegjavító tételek segítségével érhető el. 2010-ben a szokásosnál magasabb tartalékok biztosíthatják a hiánycél elérését. 2011-re vonatkozóan – a jelenleg ismert információk alapján – nem érhető el a 3 százalék alatti hiánycél, ahhoz további intézkedések szükségesek.

Alap-előrejelzésünk feltételes előrejelzést tartalmaz. Feltételes abban az értelemben, hogy nem számol költségvetés-politikai irányváltás hatásával. Előrejelzésünk költségvetési kiadásokhoz kötődő feltételeessége azonban némileg változott a korábbi jelentések előrejelzéseihöz képest. Úgy látjuk, hogy az idei évben az intézményi és a fejezeti nettó kiadások szintje magasabb lesz a kormányzati várakozásnál. A 2009. évi feltételezhető többletköltség mértéke a GDP 0,2 százalékpontja körüli lehet, amit a teljes előrejelzési időhorizonton érvényesítettünk alap-előrejelzésünkben. Az állami költségvetés zárt végű előirányzatai esetében – azoknál, ahol a tervezett intézkedések végrehajtása már kellően kidolgozott - előrejelzésünk továbbra is feltételes, azzal számolunk, hogy a kormányzat kiadási célkitűzései teljesülnek. A rendelkezésre álló tartalékokat is tartalmazó előrejelzésünk szerint az eredményszemléletű államháztartási egyenlegcél 2010-11-ben várhatóan nem teljesül (lásd. 3-7. táblázat).

A gazdasági ciklus – az automatikus stabilizátorokon keresztül – 2009-ben csaknem 2 százalékponttal, 2010-ben pedig további 1 százalékponttal növelné a hiányt 2008-hoz viszonyítva, azaz a 2008-hoz képest csak minimálisan növekvő ESA-hiány mindkét évben jelentős és halmozódó költségvetési szigorítást takar. Ha a gazdasági ciklus hatását kiszűrjük, akkor az alappálya ciklikusan igazított egyenlege már a maastrichti kritérium teljesítését mutatja.

A ciklikus pozíció alakulása arra is rámutat, hogy a költségvetési kiugazítás révén Magyarország relatív költségvetési pozíciója jelentősen javult az unión belül. Miközben ugyanis a legtöbb országban a makrogazdasági pálya romlásából fakadó egyenlegromlást diszkrecionális eszközökkel is kiegyensúlyozzák, addig Magyarország a kedvezőtlenebb makrogazdasági folyamatok hatását kiadási oldali intézkedésekkel részben ellensúlyozza, erősen prociklikus fiskális politikát folytatva. A kvázifiskális tevékenységet is tartalmazó SNA-típusú hiánymutató 2010-re az aggregált kereslet bővülését mutatja, ami elsősorban a PPP-konstrukcióban zajló beruházások eredményszemléletű elszámolásából adódik. Az ilyen típusú állami aktivitás 2011-ben jelentősen lefékeződik, ami ezen hiánymutató csökkenésében is megjelenik.

Az alap-előrejelzéshez tartozó, érzékelt kockázatok 2010-re közel szimmetrikusak, 2011-re a magasabb hiány irányába enyhén aszimmetrikusak, ennek hátterében a makrogazdasági pálya aszimmetriája áll. Ugyanakkor számottevő kockázatokat hordoz a felhalmozódott kvázifiskális adósság (állami vállalatok) és a kötelezettségek állománya. Becslésünk szerint a GDP 2,7 százaléka körül lehet a felhalmozott adósságok és kötelezettségek számszerűsíthető állománya, melynek egy részét – a múltbeli tapasztalatok alapján a közlekedési vállalatok esetében például körülbelül a felét – a közeljövőben konszolidálnia kell a költségvetésnek, elszámolva azt a költségvetési egyenlegben. Amennyiben a konszolidációra részben vagy egészben a következő két évben kerülne sor, akkor ez a lépés átmenetileg megemelné a következő évek hiányát.

Alap-előrejelzésünk szerint 2010-ben csak a szokásosnál magasabb tartalékok részleges eltörlése biztosíthatja a hiánycél elérését

Alap-előrejelzésünk a költségvetési alapfolyamatokból adódó, de a kiadási oldal – előzőekben felvázolt – feltételes előrejelzéséből adódó hiánypályát tartalmaz. Ez a pálya arra a feltevésre épül, hogy a költségvetési szervek kiadásai némileg magasabbak lesznek a kormányzati várakozásoknál (a GDP 0,2 százalékpontjával), de a kormányzat a következő években is szigorú kontroll alatt tartja az ilyen típusú kiadásokat.

3-7. táblázat: Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása (alap-előrejelzés)

	2008	2009	2010	2011
Pénzforgalmi egyenleg	-3.4	-4.2	-4.5	-4.1
Eredményszemléletű (ESA) egyenleg	-3.8	-4.0	-4.3	-4.3
Ciklikusan igazított (ESA) egyenleg	-4.9	-3.3	-2.6	-2.6
Kibővített (SNA-típusú) egyenleg	-3.6	-4.7	-5.6	-4.5

Alap-előrejelzésünk 2009-re nem tartalmaz stabilitási tartalékot, mivel annak végleges törléséről már kormánydöntés született, ezért a többletköltség kompenzálására kiadási oldalon már nincs jelentős mozgástere a kormányzatnak, így a hiánycél kismértékű túllövése várható. Jövőre csak a rendelkezésre álló effektív tartalékok (a GDP 0,6 százaléka körüli, kiadási jogcímmel nem rendelkező tartalék előirányzatok) nagyobb részének nem elköltése esetén lehet elérhető a 3,8 százalékos hiánycél. A 2010-es előrejelzésünk alapvetően további négy tényező miatt tér el a költségvetési törvényben szereplő céltől. Egyrészt a helyi önkormányzatoknál lejátszódó kiigazítás másodlagos – önkormányzati hiányt növelő – hatását némileg erősebbnek gondoljuk, másrészt a MÁV-támogatás csökkentését nem gondoljuk teljesen effektívnek. Emellett a személyi jövedelemadó bevételekre vonatkozó prognózisunk kisebb a törvényjavaslatban szereplő előirányzatnál, valamint a költségvetési szervek kiadásait is magasabbnak gondoljuk a törvényjavaslatban szereplőnél. A 2011-re várható hiány jelentősebb mértékben meghaladhatja a kitűzött célt, annak ellenére, hogy a tervezett effektív tartalékok szintje jóval alacsonyabb, mint 2010-ben. A tervezett hiánycsökkentés feltételeit egyelőre nem látjuk, további költségvetési egyensúlyt javító intézkedések lesznek szükségesek a kitűzött hiánycél eléréséhez.

A tényadatok feszültségeket jeleznek a kiadási oldalon

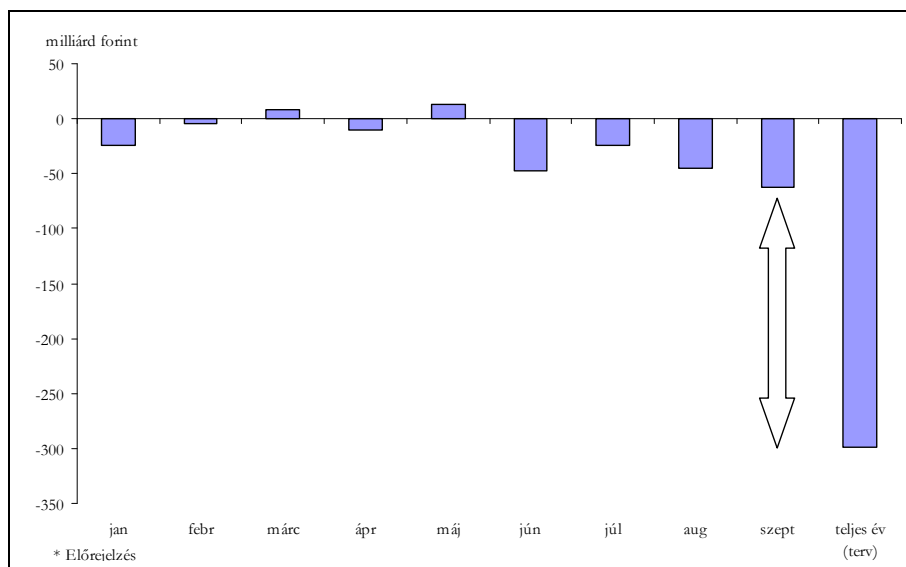
Az év első három negyedében a költségvetés bevételei összességében várakozásainknak megfelelően alakultak, míg a kiadások teljesülése meghaladta várakozásunkat. A bevételek szerkezete valamelyest eltért előrejelzésünkötől, míg kiadási oldalon a költségvetési szervek pénzköltése a vártnál gyorsabb volt.

A nyári hónapoktól kezdődően megfigyelhető volt az áfabevételek vártnál kedvezőbb alakulása, ennek hátterében az áfa-visszatérítések lassulása áll. Ezzel szemben társasági adóban elsősorban a nyári hónapok vártnál magasabb adó-visszatérítései okoztak negatív meglepetést, ami összefüggésben van a vállalatok 2008-as profithelyzetének vártnál kedvezőtlenebb alakulásával. Előretekintve mindkét adónemnél jelentkező változásokat figyelembe vettük előrejelzésünkben, amihez – ezeknél ugyan kisebb mértékben – társul még a bérhez kötődő bevételek (szja, járulékok) elmúlt hónapokban megfigyelt kedvezőtlen alakulása.

Kiadási oldalon a költségvetési szervek nettó kiadásainak kivételével alapvetően várakozásainknak megfelelően alakultak a költségvetési folyamatok. A költségvetési szervek

kiadásai azonban az első három negyedévben szezonális tényezőkkel és az egyes intézkedések hatásával korrigálva is magasak voltak. Szeptember végéig ez a tétel mindössze 62 milliárd forinttal maradt el a tavalyi év hasonló időszakának szintjétől, miközben az éves előirányzat mintegy 300 milliárd forinttal kevesebb, mint tavaly. Ez azt jelenti, hogy az utolsó negyedévben erőteljes kiadáscsökkentésre lesz szükség a hiánycél megközelítéséhez vagy eléréséhez. Fennáll a veszélye annak, hogy a kiigazítás egy része nem-strukturális jellegű (adminisztratív) intézkedésekkel fog megtörténni.

3-13. ábra: A költségvetési szervek idei és tavalyi kumulált nettó kiadásainak eltérése és a még szükséges kiigazítási igény



Feltételezésünk szerint a 2009. évi hiánycél teljesítése érdekében, az intézményi és a fejezeti kiadások olyan mértékben vannak visszafogva, amit a korábban meghozott strukturális intézkedések (13. havi bér megvonása, gázár-támogatás átalakítása, járulékcsoökkentés stb.) nem alapoznak meg teljes körűen. Ezek alapján az a következtetés adódik, hogy a kiadások szintje a költségvetési alapfolyamatokkal konzisztens szint alá került, ezért alakult ki – a pénzügyi kormányzat szigorú kiadási kontrollja ellenére is – érzékelhető feszültség. Az előbbieken alapján a legvalószínűbb eset az lehet, hogy a meglévő kiadásoldali feszültségek részben megjelennek a hiányban, és/vagy az előirányzat-maradvány állományváltozásában.

A tényadatok alapján a novemberi előrejelzésünkben a kamatkidadások és a nyugdíjkiadások esetében korábbi várakozásunknál némileg kisebb kiadásokkal számolunk.

3-4. keretes írás: Az előrejelzésünk változásának főbb mozgatórugói

ESA-egyenlegre vonatkozó alap-előrejelzésünk az előző inflációs jelentés alappályájához képest elsősorban 2010-re változott meg számottevően. Az egyenlegre vonatkozó pontbecslésünk 2009-re kismértékben csökkent, 2010-re a GDP 0,6 százalékpontjával a magasabb deficit irányába változott, 2011-re viszont nem változott. A változások mögött számos tényező áll, melyek esetenként egymás hatásait kioltják. Az alábbiakban bemutatjuk a legfontosabb tényezőket.

A makrogazdasági pálya 2009-ben kismértékben az alacsonyabb hiány irányába változott, 2010-ben a hatások összességében kismértékben növelik a hiányt, ugyanakkor 2011-re az

alacsonyabb keresettömeg-dinamika következtében (elsősorban a kedvezőtlenebb létszámalakulás miatt), a meghatározó adóalapok (járulékok, szja) kevésbé nőnek a korábban feltételezethez képest. Számításaink szerint a változás hatása önmagában 0,4 százalékponttal rontja a 2011. évi hiány-előrejelzésünket.

A **kormányzati intézkedések** terén érdemi új információval nem rendelkezünk, az intézkedések hatása a 2010-2011. évi hiánypályánkat érinti. Jövőre az augusztusi előrejelzésünkben használt feltételezéshez képest a GDP 0,3 százalékpontjával mérsékli az államháztartás várható hiányát, hogy az önkormányzati alrendszer támogatás-csökkentését beépítettük az előrejelzésünkbe, mert az már megfelelően részletezett, s a költségvetési törvényjavaslat is tartalmazza. Mindazonáltal érdemes megemlíteni, hogy az önkormányzati támogatások mérséklése az alrendszer hiányának emelkedésével jár együtt, így az intézkedés nettó, teljes államháztartásra vetített hiánycsökkentő hatása elmarad az elsődleges hatásoktól. Az önkormányzati alrendszerrel a központi költségvetéstől származó támogatások korábbi prognózisunkhoz képest 145 milliárd forinttal csökkentek, ezt a hatást részben ellensúlyozza, hogy az alrendszer hiányát mintegy 60 milliárd forinttal megemeltük.

Előrejelzésünk szempontjából exogén tényező a **költségvetési tartalékok** összegének változása. 2009. évi hiány-előrejelzésünket a stabilitási tartalék végleges zárólása 0,3 százalékponttal mérsékelte. Ugyanakkor a 2010. évi tartalékok jelentős növelése 0,3 százalékponttal megemelte a 2010. évi alap-előrejelzésünket, mivel a stabilitási tartalék összege is nőtt, valamint az újonnan létrehozott kamatkockázati tartalék a GDP 0,2 százalékpontjával emelte az effektív tartalékokat.

A **kamatgyengülés és az MNB eredményprognózisának** változásai az alacsonyabb hiány irányába változtatták előrejelzésünket, a hozamszint csökkenése 2009-2010-ben 0,1 százalékponttal, 2011-ben pedig 0,2 százalékponttal csökkent a GDP-arányos kamatkifizetéseket. Az augusztusi előrejelzéshez képest a magyar állampapírokkal szemben elvárt hozamok csökkenése a hozamgörbét lefelé tolt. Augusztus óta a másodpiaci hozamok átlagosan 110 bázisponttal lettek alacsonyabbak, ami – egyéb hatások mellett – a GDP 0,1-0,1 százalékpontjával csökkentette a 2009-2010-es kamatkifizetésekre vonatkozó előrejelzésünket. Mindez azt is jelenti, hogy a következő években várhatóan megszűnik a nettó kamatkifizetések 2007-2008-ban megfigyelt gyors emelkedése. Ennek oka elsősorban a finanszírozási szerkezet megváltozása és a magyar állampapíroknál kedvezőbb kamatozású nemzetközi hitelek felhasználása az államháztartás finanszírozására. Másfelől a devizahitelek igénybevétele növeli a jegybanki kéthetes kötvény állományát, és az arra fizetett kamat jelentősen rontja az MNB kamateredményét, amint azt korábbi jelentéseinkben is jeleztük. A teljes államháztartás szintjén így nem jelentkezik kamatmegtakarítás a nemzetközi hitelek felhasználásából.

Az MNB várható vesztesége a korábban gondoltnál alacsonyabb lehet 2010-ben, annak megtérítése 2011-ben válik esedékessé. A korábbi előrejelzéshez képest a GDP 0,3 százalékponttal kevesebb kiadást jelenthet ennek a tételnek a változása. Ebben a csökkenő hozamok, így a forint-deviza hozamkülönbség mérséklődése, illetve az első három negyedév kedvező tényadatai játszanak szerepet.

Szakértői korrekciók (bázis-korrekciók, a feltételezett effektivitás változása stb.) több tételt is érintenek. Ezek a 2009. évi hiányt javítják, míg a 2010-ben az egyedi tételek a magasabb hiány irányába mozdítják az egyenleget.

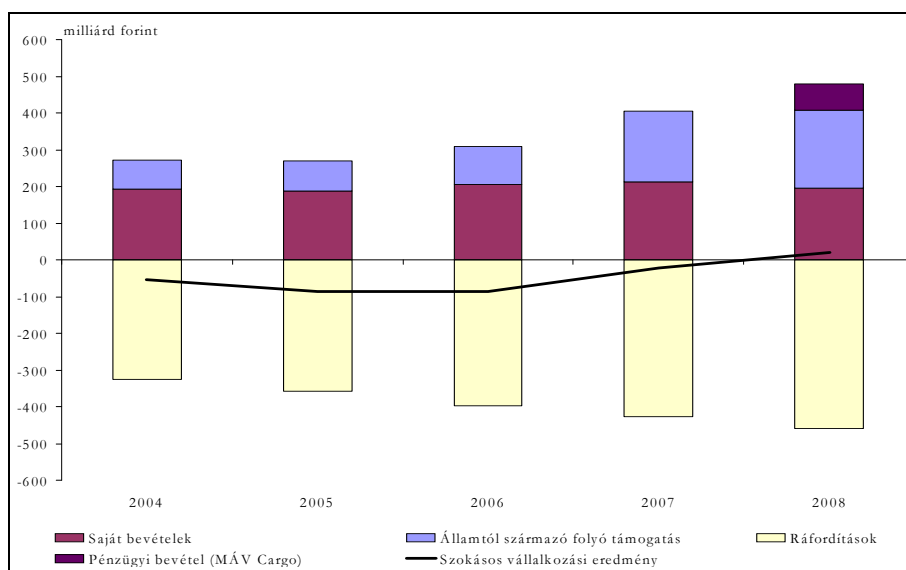
Legjelentősebb a társasági adóbevételekre vonatkozó korrekció, ahol a 2008. évi adófeltöltéshez kötődő visszaigénylést korábban alulbecsültük, ezért a 2009. évi bevételi várakozásunkat – a nominális GDP, mint közelítő-változó módosulásánál jelentősebb

mértékben – közel 50 milliárd forinttal csökkentettük. Ez a módosítás a bázishatáson keresztül – a 2009. évi változtatásnál kisebb mértékben – a 2010-2011. évi várakozásunkat is mérsékelte. A személyi jövedelemadó bevétel előrejelzésénél is alkalmaztunk szakértői korrekciót, mivel a második félévtől a bevételi dinamika csökkenése volt tapasztalható (2010-re bevételi prognózisunk a GDP 0,1 százalékaival csökkent). Áfabevételi prognózisunknál a 2009. évet érintő, az Európai Bíróság döntésével összefüggő egyszeri visszatérítési kötelezettség várható mértéket és a késedelmi kamatfizetési kötelezettséget egyaránt csökkentettük. A dohánytermékek jövedéki adójánál a jövedéki adóemelés miatt, megemelt összegű előrehozott zárjegykészletezéssel számolunk 2009-re. Ez a hatás azonban 2010-ben visszafordul és az előirányzathoz képest bevétel-csökkenést okoz. A magánnyugdíj-rendszerből visszalépők létszámára vonatkozó becslésünket nem módosítottuk, de a visszalépés 2009 és 2010 közötti időbeli megoszlására vonatkozó feltevésünk változott, ez a hatás a 2009. évet kevésbé érintheti, mint amit korábban feltételeztünk.

A költségvetési intézmények és a fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadása viszont változott. Egyrészt az augusztusi jelentéshez képest, ahol elfogadtuk a PM prognózisát – a Pénzügyminisztérium is megemelte előrejelzését 27 milliárd forinttal -, másrészt a kiadások továbbra is jelentősen meghaladják az időarányos szintet, ezért alappályánkban a GDP 0,2 százalékát kitevő többletköltséggel számolunk 2009-2011-re.

Augusztushoz képest ugyancsak eltérés, hogy jelenlegi előrejelzésünkben a fentebb már bemutatott okokból 0,1 százalékponttal csökkentettük a MÁV támogatásának várható egyenlegjavító hatását. A közösségi közlekedés átalakításának területén, a MÁV esetében tervezett kiigazítás egy része nagy valószínűséggel nem valósul meg. A közösségi közlekedés racionalizálása és az ahhoz kötődő kiadás-megtakarítás az eredeti elképzelések szerint 40 milliárd forintnyi megtakarítással járna 2010-ben. A november közepéig konkretizálódott intézkedések eredményeként azonban a várt megtakarításnak csak kisebb részéről rendelkezünk információkkal. Mindeközben a MÁV ez évi várható vesztesége meghaladhatja a historikus átlaghoz közeli 60 milliárd forintot, továbbá a MÁV vezetése a pályavasút és az állam közötti közszolgáltatási szerződés hiányára hívta fel a figyelmet. Az elmúlt 2 évben azt tapasztaltuk, hogy a MÁV eredménye csak az állami támogatások jelentős emelésének és egyszeri transzfereknek köszönhetően javult, azonban ezek hiányában újra jelentős veszteséget termelhet a társaság.

3-14. ábra: A MÁV eredményének alakulása az elmúlt években



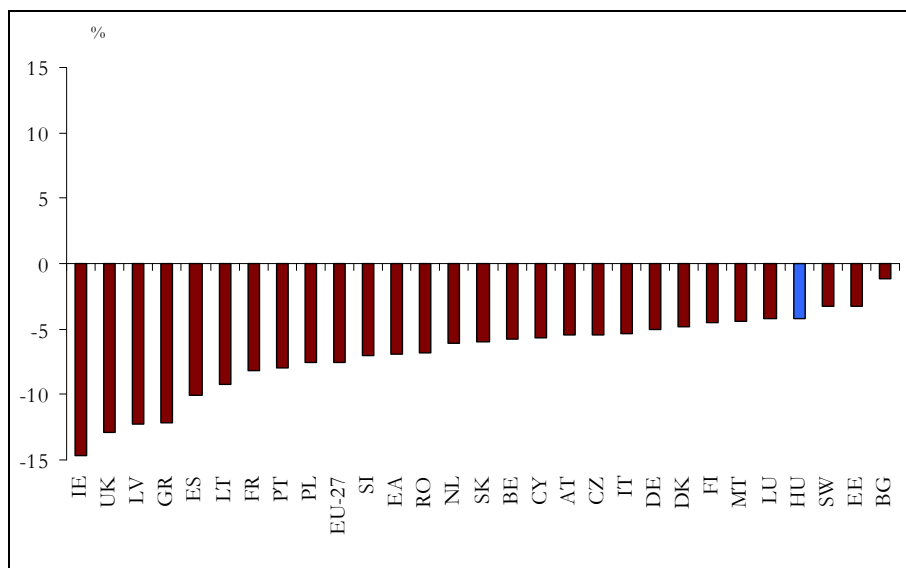
A nyugdíjkiadásoknál kisebbnek becsüljük a cserélődési hatást, mint korábban, ezért alacsonyabb nyugdíjkiadással számolunk. Az egészségügyi kiadásokon belül a gyógyító-megelőző ellátásokra fordítható kiadások 2009. évi előirányzatát a kormány több mint 10 milliárd forinttal megemelte, ez azonban korábbi előrejelzésünkhöz képest nem jelent változást, mivel már augusztusban is a kiadások ekkora túlteljesülésével számoltunk. A pénzforgalmi és eredményszemléletű hiány közötti **statisztikai korrekció** is kismértékben módosult, alapvetően a magasabb hiány irányába.

Nemzetközi összehasonlításban Magyarország relatív költségvetési pozíciója jelentősen javulhat

Nemzetközi összehasonlításban Magyarország relatív költségvetési pozíciója jelentősen javulhat. Míg Magyarországon a költségvetési kiigazítás miatt a fiskális politika erősen prociklikus, addig a legtöbb fejlett ország élénkítő, anticiklikus gazdaságpolitikát folytat. Az Európai Unió tagállamai sok esetben egyedi, a kereslet erősítését célzó költségvetési intézkedéseket hoznak, amelyek a gazdasági visszaesés természetes egyenlegrontó hatásán felül tovább növelik a költségvetési hiányt. Magyarországon azonban nincs hasonló mozgástér költségvetési intézkedésekre, sőt a gazdasági folyamatokból adódó egyenlegromlás is részben ellensúlyozni kell kiigazító lépésekkel. Ennek következtében a hiány a nemzetközi tendenciákkal ellentétben várhatóan nem romlik érdemben tavalyhoz képest, ami jelentősen javítja relatív költségvetési pozíciónkat az unióban és a régióban.

Az IMF őszi előrejelzése szerint az euroövezet várható GDP-arányos költségvetési hiánya a tavalyi 1,8 százalékról idén várhatóan 6,2 százalékra emelkedik. Az Európai Bizottság októberi előrejelzése ugyancsak hasonló folyamatokat mutat: Magyarország 2010-ben az EU átlagánál jóval kedvezőbb hiányszintet fog elérni, miközben az államadósság várhatóan az uniós átlag körül fog alakulni.

3-15. ábra: Az államháztartási hiány és az államadósság várható alakulása 2010-ben
(a GDP arányában, Forrás: Európai Bizottság októberi előrejelzése)



Az alap-előrejelzésünkben tartozó alternatív jelzőszámokról

A gazdasági ciklus – az automatikus stabilizátorokon keresztül – 2009-ben csaknem 2 százalékponttal, 2010-ben pedig további 1 százalékponttal növelné a hiányt 2008-hoz viszonyítva, azaz a 2008-hoz képest csak minimálisan növekvő ESA-hiány mindkét évben jelentős és halmozódó költségvetési szigorítást takar. 2011-ben ugyanakkor a ciklikus komponens változása már semlegesesen hat az államháztartási egyenlegre. A ciklikusan igazított ESA-egyenleg ennek következtében 2009-ben 3 százalék közelébe süllyed, míg 2010-11-ben várhatóan a GDP 2,6 százaléka körül stabilizálódik.

Előrejelzésünk szerint 2009-ben az előző évhez képest várhatóan növekszik az államháztartás aggregált kereslete, amit elsősorban a szélesebb értelemben vizsgált államháztartás hiányát mutató SNA-típusú mutatónk növekedése jelez. A növekedés oka az, hogy az automatikus stabilizátorok hatását az ellentétes irányú (szigorító) intézkedések csak mérséklék. Az ESA-egyenleget javító szigorítások egy része csak látszólagos, ezért az SNA-egyenleg 2009-ben nagyobb mértékben romlik, a PPP konstrukcióban zajló beruházások tárgyévi gyorsítása, illetve a közlekedési vállalatok növekvő alulfinanszírozása (MÁV, BKV) miatt. Az SNA-típusú egyenlegben már 2010-ben megjelenik az MNB várható vesztesége, ami csak 2011-ben rontja az ESA-hiányt. Általában is igaz, hogy az utólagos adósságrendezések nem torzítják az SNA-típusú egyenleget, mert ez a statisztikailag államháztartáson kívüli, de közgazdasági értelemben valójában az államhoz tartozó vállalatok veszteségeit a felmerülés évében számolja el.

A szokásos kockázatokon kívül további rendszerkockázatokat is érzékelünk

Az elmúlt években jelentős feszültségek keletkeztek a szélesebb értelemben vett államgazdálkodásával kapcsolatban. Ha a statisztikai értelemben vett államháztartáson kívül felhalmozódott, de közgazdasági értelemben az államháztartáshoz köthető adósságok „teljes körű” konszolidálására kerülne sor, akkor a következő évek hiánya összességében a GDP közel három százalékával emelkedhetne. Ugyanakkor, a felhalmozódott feszültség leépítése a múltban sem volt teljes körű, s nem feltétlenül történt meg egy adott

költségvetési évben az összes fennálló probléma kezelése. Elemzésünkben a kockázatok mértékét kívánjuk bemutatni, függetlenül attól, hogy a konszolidáció milyen időintervallumban érinti a jövőbeni ESA-egyenleget.

Az állami tulajdonú közlekedési vállalatok (MÁV, BKV) esetében 2009 végére a GDP közel 1,5 százalékát érheti el a felhalmozott adósság mértéke. A múltban az a tendencia volt megfigyelhető, hogy az állami tulajdonú közlekedési vállalatok esetében a választási ciklus végére felépült adósságállomány körülbelül felét vállalta át a központi költségvetés, tehát ilyen arányban jelent meg a felhalmozott adósság az átvállalási év államháztartási egyenlegében. Ha ezt a múltbeli tendenciát¹⁴ vesszük alapul, akkor a GDP 0,8-1,0 százalékpontja körüli adósság-átvállalás válhat esedékessé, feltéve, hogy lesz ilyen kormányzati szándék és döntés.

Az önkormányzati alrendszerben is érzékelhetőek egyensúlytalanságok. Az eladósodott önkormányzatok konszolidációs igényét a GDP 0,3 százalékára becsüljük, de a konszolidáció időpontja, illetve időtartama végső soron politikai akarat függvénye.

Az állami költségvetésben felhalmozódó előirányzatmaradvány-állomány 2009. év végén a GDP 2 százaléka körül alakulhat. Ez a maradvány-szint magasnak értékelhető, de előirányzatmaradvány-tartási kötelezettség előírásával még menedzselhető. Az optimális előirányzatmaradvány-szint – a múltbeli adatok vizsgálata alapján – a GDP 1,3-1,5 százaléka közötti tartományban lehet. Így a GDP 0,6 százaléka körüli kötelezettség-állományt kellene leépíteni a következő években ahhoz, hogy ez a tényező ne jelentsen potenciális kockázatot a mindenkori hiánycél teljesítésére.

Táblázatunk az egyes kiemelt tételekhez köthető maximális kockázatokat tartalmazza, de megjegyezzük, hogy a kockázatok még mindig nem teljes körűek. Ennek oka az, hogy sok esetben nehezen ítéltető meg a kockázatok mértéke, illetve a kockázatok nehezen számszerűsíthetők. Becslésünk nem tartalmazza az egészségügyi ellátórendszerben felhalmozódott kockázatokat, mivel ennél a rendszerrel elsősorban a szolgáltatás minőségét meghatározó feltételek okozzák a kockázatokat. Továbbá nem tartalmazza a metróberuházás várható többletköltségét sem, mivel a projekt technikai paraméterei is bizonytalanok még, így a beruházás várható összköltsége nehezen becsülhető.

Az alábbi táblázat azoknak az állománytípusú kockázatoknak a maximális összegét tartalmazza, amelyeket számszerűsíteni tudunk a rendelkezésünkre álló információk alapján (lásd a 3-8. táblázat 6. sorát). A közgazdaságilag indokolt, racionális konszolidációs igény ennél jóval kisebb, mivel ha nem kerülne sor az adósságállomány egy részének – megközelítőleg az állomány felének – konszolidálására, az még nem veszélyeztetné az állami vállalatok normál gazdálkodási folyamatát. Ezért – elsősorban a múltbeli tapasztalatok alapján – megbecsültük a működőképesség fenntartásához szükséges konszolidációs igényt (lásd a táblázat 7. sorát).

¹⁴ *Megjegyezzük, hogy a múltbeli tendenciák automatikus figyelembevétele elleni érv, hogy a MÁV teberszállítási üzletága (MÁV Cargo) a múltban nyereséget termelt, amely az egyéb üzletágak veszteségét részben finanszírozta. Ezért, az üzletág időközbeni privatizációja miatt a MÁV adósságának a múltbelinél magasabb arányban történő konszolidálása indokoltá válhat.*

3-8. táblázat: Az adósságtípusú kockázatok maximális értéke és a várható konszolidációs igény (a GDP arányában)

1 MÁV 2009-ig felhalmozott adósság és 2010-es hiány	1,4%
2 BKV felhalmozott adóssága	0,4%
3 Önkormányzati alrendszer becsült konszolidációs igénye	0,3%
4 Kötelezettség-maradvány állomány (becslés)	2,0%
5 ebből: becsült konszolidációs igény	0,6%
6 Adósság konszolidáció maximális kockázata (1+2+3+5)	2,7%
7 Működőképességhez szükséges konszolidációs igény	1,5%

Az alap-előrejelzéshez kötődő kockázatok – a költségvetés legyezőábrája

A legyezőábra 2010-ben közel szimmetrikus. Bár a makrogazdasági kockázatok enyhén magasabb hiány irányába mutatnak, de a szakértői kockázatértékelés szimmetriája ezt nagy részben ellensúlyozza. 2011-ben az alap-előrejelzésnél némileg magasabb hiány kialakulásának irányába mutató kockázatok jelez. A 2011-es aszimmetria a makrogazdasági pálya alakulása körüli kockázatok hiánynövelő hatásának a következménye, mivel a makrogazdasági előrejelzés minden bizonytalansági tétele magasabb hiány irányába mutat: a GDP (és ezen belül a fogyasztás), a reálbérek és az infláció lefelé mutató kockázatai mind alacsonyabb bevételeket eredményeznek, és mindezt egy alacsonyabb nominális GDP szint mellett. A szakértői kockázatértékelésünk mind a két évre közel szimmetrikus.

3-16. ábra: A költségvetési előrejelzés legyezőábrája



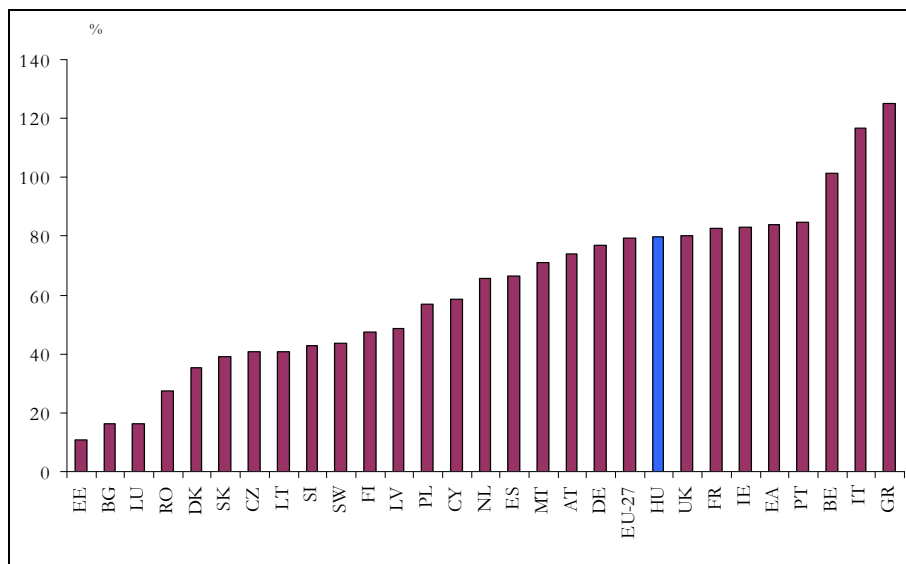
Az államadósság várható alakulásáról

Az alap-előrejelzésünkkel konzisztens adósságpálya azt mutatja, hogy 2010-ben tetőzhet az adósságráta. A rendelkezésünkre álló információk alapján a maastrichti kritérium szerint számított államadósság 2009-ben a GDP 79 százaléka körül alakulhat. Augusztusi prognózisunkkal szemben az enyhe csökkenés elsősorban annak az eredménye, hogy az állam a negyedik negyedévben nem veszi igénybe a nemzetközi szervezetek hitelkeretét.

2010-ben az adósságállomány megközelítheti a GDP 81 százalékát, tehát az állami devizabetét felhasználásának következtében a folyó hiánynál kisebb mértékben emelkedik. 2011-ben az adósságráta több tényező, köztük az EU-tól kapott hitel törlesztésének következtében várhatóan a GDP 80 százaléka alá csökken.

3-17. ábra: Az államadósság várható alakulása 2010-ben

(GDP százalékában; Forrás: Az Európai Bizottság októberi előrejelzése)



3. 6. A korábbi éveknél tartósan kedvezőbb külső egyensúlyi pozícióra számítunk

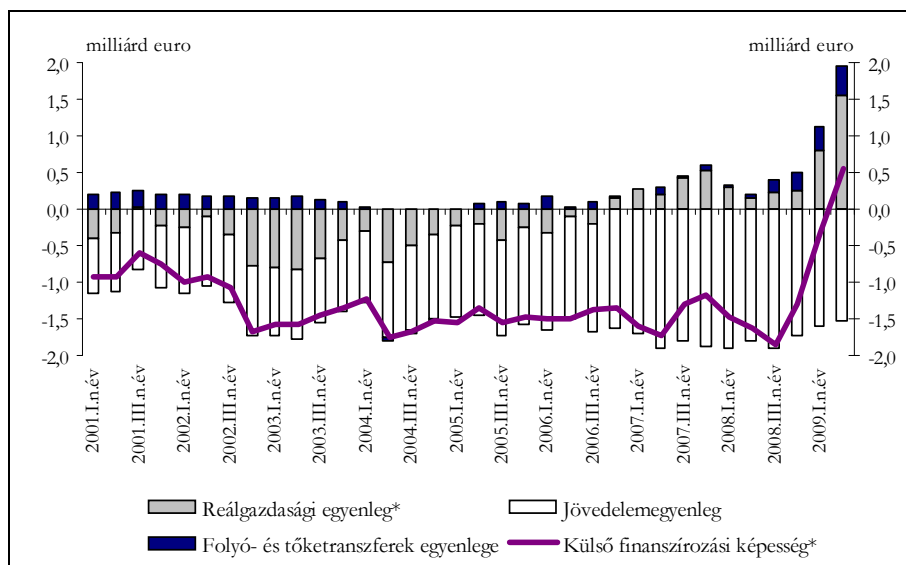
A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójában tovább folytatódott a tavaly év végén kezdődött erőteljes alkalmazkodás. A külső finanszírozási *képesség* 2009 második negyedévében meghaladta a GDP 2 százalékát, amely már mintegy 8 százalékpontos egyensúlyjavulást jelent a 2008-ban megfigyelt 6 százalék körüli finanszírozási igényhez képest. A második negyedéves nettó megtakarítói pozíció a folyó fizetési mérleg többlete mellett alakult ki, az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete ugyanis önmagában is ellensúlyozta a jövedelemegyenleg hiányát.

A lendületes egyensúlyjavulás a gazdaság importkeresletének további csökkenésében és az egyre kisebb jövedelemkiadásokban öltött testet. Emellett az Európai Uniótól érkező transzferek növekvő felhasználása is hozzájárult a gazdaság nettó megtakarításainak emelkedéséhez. A jövedelemáramlások alakulását tekintve ugyanakkor kedvezőtlen, hogy a mérséklődő jövedelemegyenleg-hiány elsősorban a csökkenő vállalati profitokhoz köthető, amely a fizetési mérlegben a külföldi tulajdonú vállalatok közvetlentőkéhez tartozó kiadásaiban okozott érdemi csökkenést.¹⁵ Érdemes még megjegyezni, hogy a bankok külföldi hiteleinek csökkenésével és a mérséklődő forrásköltségekkel párhuzamosan a külföldnek teljesített kamatkidadások is egyre alacsonyabbak. A külső finanszírozási igény múltbéli alakulását tekintve fontos azt is figyelembe venni, hogy a legfrissebb, szeptemberi

¹⁵ A külföldi közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások 2009-es adatai az előzetes Fizetési mérleg statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést 2010 szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

fizetési mérleg adatközlés számos módszertani változást tartalmazott (erről részletesebben lásd a keretes írást).

3-18. ábra: A külső finanszírozási képesség komponensei
(szezonalisan igazított adatok)



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

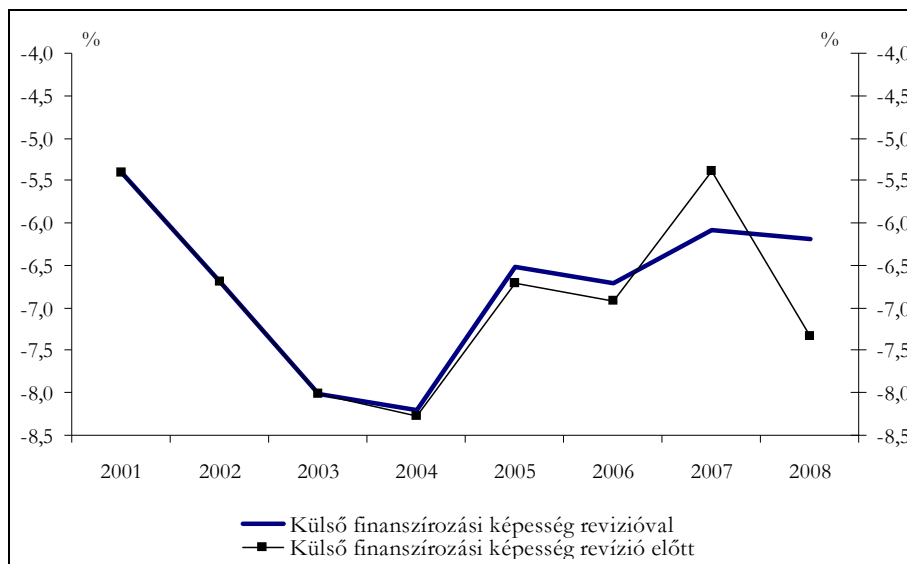
3-5. keretes írás: A fizetés mérlegben történt revíziók hatása

A külső egyensúlyi pozíció alakulása szempontjából egyrészt a 2008. évi vállalati eredményadatok beépítését érdemes kiemelni. A vállalati mérleg- és jövedelem-beszámolók alapján ugyanis a korábbi becslőt adatokat tényadatok váltották fel, amelyek szerint lényegesen alacsonyabb volt a külföldi tulajdonú vállalatok 2008-as profitja. A másik lényeges módszertani változás az EU-transzferok elszámolásával kapcsolatos. Az Európai Uniótól kapott támogatások 2009 szeptemberéig pénzforgalmi szemléletben, a transzferok átutalásának időpontjában kerültek elszámolásra a fizetési mérlegben. Az új, a Nemzeti és a Pénzügyi számlákkal összhangra törekvő módszertan eredmény szemléletű elszámolást jelent. Azaz a transzferok felhasználásuk időpontjában jelennek meg a folyó- és tőketranszfererek között. Az új módszertan előnye az, hogy a gazdasági szektorok megtakarítási folyamatai az eredmény szemléletű EU-transzfer elszámolással állnak összhangban.¹⁶ A revíziók hatása 2007-2008-ban volt jelentős. A magasabb 2007-es külső finanszírozási igényt szinte teljes egészében az EU-források megváltozott elszámolása magyarázza – a források felhasználása alacsonyabb volt az átutalásnál –, az alacsonyabb

¹⁶ A módszertani változások tartalmáról bővebben lásd: http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=fizm09q2_hu

2008-as külső egyensúlyhiány pedig a 900 millió euróval alacsonyabb jövedelemegyenleg-hiányra, valamint a magasabb EU-forrás felhasználásra vezethető vissza.

3-19. ábra: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség alakulására
(GDP-arányos értékek)



A beérkezett adatok értékelését illetően a 2008-as vállalati eredménnyel kapcsolatos friss információk jelentettek számunkra érdemi meglepetést. A külföldi tulajdonú vállalatok romló eredménye ugyanis már 2008 végén a külső finanszírozási igény csökkenése irányába hatott, ami egyben arra is utalhat, hogy a külső egyensúlyi pozíció ciklikus érzékenysége erősebb a korábban feltételezettnél. A 2008-as közvetlentőke-kiadások csökkenése azt is előrevetíti, hogy a jövedelemegyenleg hiánya korábbi prognózisunkhoz képest alacsonyabb lehet az előrejelzési horizonton. Továbbá, a külkereskedelmi mérleg alakulását a vártnál erőteljesebb importvisszaesés jellemezte a második negyedévben, amelyben nagyrészt tartósnak vélt folyamatok játszhattak szerepet. Friss információink tehát korábbi prognózisunkhoz képest magasabb finanszírozási képesség irányába mutatnak.

Az idei év hátralévő részében már lényegesen visszafogottabb egyensúlyjavulásra számítunk az elmúlt félév dinamikáihoz képest. A kedvezőbb exportkilátások mellett ugyanis a gazdaság importkereslete is élénkülhet. A jövedelemegyenleg-hiány alakulásában ugyanakkor további mérséklődéssel kalkulálunk. Ebbe az irányba mutat egyrészt a vállalati eredmények várt csökkenése, másrészt a nettó kamatkiadás előrevetített mérséklődése. A recessziós gazdasági környezetben zajló külső egyensúlyi folyamatok összességében azt eredményezhetik, hogy a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlege éves szinten is többletet mutathat.

2010-2011-ben a folyó fizetési mérleg egyenlegét egymással ellentétes irányú folyamatok alakíthatják. A külső kereslet élénkülésével párhuzamosan javulhat a gazdaság exportteljesítménye, ami prognózisunk szerint önmagában a külső finanszírozási képesség további, kismértékű emelkedését eredményezné. A kedvezőbb külső konjunkturális helyzettel összefüggésben ugyanakkor a vállalati szektor profitkilátásai is javulhatnak, amely a növekvő jövedelemkiadásokon keresztül részben ellensúlyozhatja a külkereskedelmi folyamatok egyensúlyjavító hatását. A külső egyensúlyi pozíció alakulásában az Európai Uniótól kapott támogatások – 2010-es alacsony, majd a 2011-es évben ismét magas – felhasználása is markánsan jelentkezhet.

3-9. 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
	<i>Tény/Előzetes tény</i>						<i>Előrejelzés</i>		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-3,8	-2,9	-1,2	-0,9	1,2	0,7	5,6	5,8	5,9
2. Jövedelem egyenleg	-4,9	-5,2	-5,7	-6,2	-7,5	-7,3	-5,8	-6,6	-7,0
3. Viszonytalan folyó átutalások egyenlege	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3
<i>I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)</i>	<i>-8,0</i>	<i>-8,3</i>	<i>-7,2</i>	<i>-7,5</i>	<i>-6,8</i>	<i>-7,2</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,4</i>
<i>Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban</i>	<i>-5,9</i>	<i>-6,8</i>	<i>-6,4</i>	<i>-6,7</i>	<i>-6,9</i>	<i>-7,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,4</i>
<i>II. Tőke mérleg egyenlege</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>1,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>2,3</i>
Külső finanszírozási képesség (I+II)	-8,0	-8,2	-6,5	-6,7	-6,1	-6,2	1,5	0,1	0,9

Az egyes gazdasági szektorok megtakarítási folyamatairól alkotott képünkben nem történt érdemi változás. A recessziós gazdasági környezethez és a szűkülő hitelkínálatához történő alkalmazkodás a magánszféra nettó megtakarításainak ugrásszerű növekedése mentén folytatódott a második negyedévben. Reálgazdasági oldalról ez meghatározó részben a vállalati készletek apadásán és a fogyasztás visszaesésén keresztül, finanszírozási oldalról pedig a tovább lassuló hitelezési aktivitás és intenzív banki betételhelyezés mellett következett be. A harmadik negyedéves banki mérlegadatok ugyanakkor már arra utalnak, hogy a magánszektor gyors betétfelhalmozása megállt és a vállalatok csökkentették banki megtakarításaikat. A legfrissebb információk tehát megerősítik korábban kialakított képünket, amely szerint a magánszektor sokszerű alkalmazkodása az év első felében játszódhatott le. Éves szinten a magánszektor nettó megtakarítói pozíciója korábban nem tapasztalt mértéket ölthet.

A magánszektor megtakarításai a következő két évben is, ugyan egyre kisebb mértékben, de továbbra is ellensúlyozhatják az államháztartás finanszírozási igényét. A vállalatok finanszírozási képessége 2010-ben a beruházási aktivitás élénkülésével már csökkenhet, a finanszírozási pozíció romlásában ugyanakkor az erre az évre várt alacsonyabb EU-forrás felhasználás is tükröződhet. A fogyasztás folytatódó visszaesése a lakosság nettó megtakarításaiban még további, enyhe emelkedést eredményezhet a jövő év egészét tekintve, csak a hitelezési aktivitás intenzívebbé válásával számítunk a háztartások finanszírozási képességének jelentősebb csökkenésére. A kibővített államháztartás finanszírozási igényének 2010-es emelkedése az új PPP-beruházások elszámolásával, az állami közlekedési vállalatok (MÁV, BKV) és az MNB várható veszteségével magyarázható. 2011-ben viszont – a 2010-es hiánynövelő tényezők kiesésével – már az SNA típusú hiány csökkenése lehet meghatározó a külső finanszírozási képesség emelkedésében.

3-10. táblázat: Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

	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	-4,7	-5,6	-4,5
II. Háztartások	0,2	2,4	4,3	3,4	1,4	1,2	4,2	5,3	4,6
Vállalatok és "hiba" (= A - I. - II.)	0,1	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	-3,7	2,1	0,5	0,8
A. Külső finanszírozási képesség, "felülről" (=B+C)	-8,0	-8,2	-6,5	-6,7	-6,1	-6,2	1,5	0,1	0,9
B. Folyó fizetési mérleg egyenlege - milliárd euróban	-8,0	-8,3	-7,2	-7,5	-6,8	-7,2	-0,5	-1,5	-1,4
C. Tőke mérleg egyenlege	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	1,0	1,9	1,5	2,3
D. Tévedések és hiba (NEO)**	0,3	-1,4	-1,9	-2,3	-1,6	-2,2	-0,1	-0,1	-0,1
Külső finanszírozási képesség "alulról" (=A+D)	-7,7	-9,7	-8,4	-9,1	-7,7	-8,4	1,5	0,1	0,8

* 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.

Finanszírozási folyamatok – csökkenő külső adósság

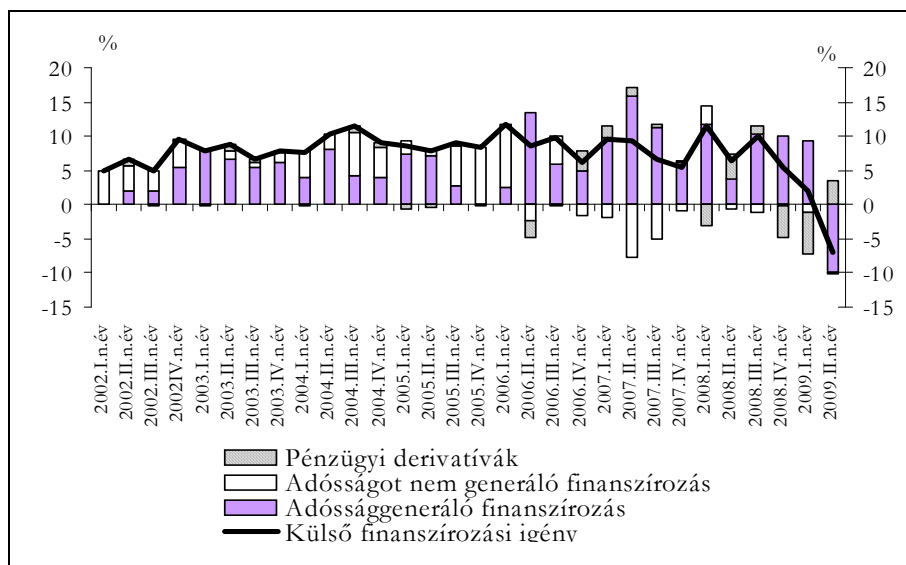
A külső egyensúlyi pozíció folytatódó, ugrásszerű javulását érdemi adósságtípusú forráskiáramlás kísérte. 2009 második negyedévében a fizetési mérleg finanszírozási folyamataiban a bankok mérlegében zajló átrendeződésnek volt hangsúlyos szerepe. Az alacsony hitelezési aktivitással, valamint a magánszektor intenzív betételhelyezésével összefüggésben ugyanis a bankrendszer külföldi forrásállománya korábban nem tapasztalt mértékben csökkent. A külföldi forrásokra való ráutaltságot a bankok derivatív ügyleteihez kapcsolódó tranzakciók¹⁷ is mérsékelhették.

A jelentős adósságtípusú forráskiáramlás a nettó külső adósságráta csökkenéséhez vezetett, amelyhez a devizában denominált adósság – a forint árfolyam erősödésével magyarázható – átértékelődése is hozzájárult. A GDP-arányos nettó külső adósságmutató¹⁸ 55 százalék körül alakult a második negyedév végén, amely mintegy 7 százalékpontos csökkenést jelent a megelőző időszakhoz képest. A július-augusztusra rendelkezésre álló banki mérlegekből származó információk emellett arra utalnak, hogy a külföldi adósság csökkenése a harmadik negyedévben is folytatódhatott.

¹⁷ Ezek jelentős részét forint/deviza swapok teszik ki, így a forintárfolyam jelentős kilengései idején általában együttmozgást tapasztalhatunk a nettó derivatív finanszírozás és az árfolyamváltozás között. 2008 negyedik. és 2009 első negyedévében a forintárfolyam gyengülésével párhuzamosan a derivatív tranzakciók a lezárt ügyleteken és a bekért fedezeteken („margin call”) keresztül jelentősen csökkentették a pénzügyi mérleg egyenlegét. 2009 második negyedévében már a forint árfolyama erősödött, a derivatív ügyletekkel kapcsolatos tranzakciók pedig mérsékeltek a külföldi forrásokra való ráutaltságot.

¹⁸ A közvetlen tőkebefektetéseken belül megjelenő tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák nélkül számított (forint alapú) külső adósságmutató.

3-20. ábra: Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában



A nem adóssággeneráló forrásoknak összességében nem volt szerepük a finanszírozási folyamatokban. A külföldi működőtőke-beáramlás 2008 eleje óta alacsony szinten alakult, ebben azonban az újra befektetett jövedelem csökkenésének volt meghatározó szerepe. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjának érdemi, 2008-ban több mint 10 százalékos visszaesése mellett ugyanis csökkent a visszaforgatott jövedelem mértéke is. A Magyarországra érkező „új” közvetlentőke-befektetések mértéke a múltban igen változékonyan alakult. Így a 2009 első felében jellemző viszonylag alacsony „friss” külföldi működőtőke-beáramlás nem feltétlenül áll közvetlen összefüggésben a jelenlegi, kedvezőtlen beruházási környezettel.

A megváltozott pénz- és tőkepiaci környezetben az intézményi befektetők magatartásában érzékelünk még változást. Az elmúlt évek külföldi részvényvásárlásai ugyanis nem folytatódtak a második negyedévben, sőt az intézményi befektetők csökkentették külföldi részvényportfóliójukat. A folyamatban a bizonytalanra váló pénzpiaci helyzet mellett szerepet játszhatott a magánnyugdíj-pénztári szabályozás megváltozása is.¹⁹

¹⁹ A magánnyugdíj-pénztári szabályozásról lásd: 282/2001. (XII. 26.) Korm. rendelet a magánnyugdíj-pénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről. A szabályozás módosításáról pedig lásd: 335/2008. (XII. 30.) Korm. rendelet.

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 portfólió-átrendezésének 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 euróövezethez 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
<i>2000. szeptember</i>	
A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25
<i>2000. december</i>	
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
<i>2001. március</i>	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december-2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
<i>2001. augusztus</i>	
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
<i>2001. november</i>	
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001-2002-ben	39
A május-augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41
<i>2002. február</i>	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
<i>2002. augusztus</i>	
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 közép-kelet-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 sávszélesítés 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 Modelltől	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 világpiaci áralakulásának 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 szemszögből	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzített az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkialakítása 2004-ben?	76

*2005. február **

A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése	79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika	85
Érdekeskések 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 időszakbeli emelkedésének hátterében?	81
Érdekeskések a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövidtávú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Közép-Kelet-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006-2007-es makrogazdasági adatokra	99

2005. augusztus

Keretes írások:

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

Aktuális kérdések:

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

2005. november

A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revizio: új módszertan – érdemben revidálódó GDP-adatok	21
Feltevésünk	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50

** Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.*

2006. május

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

2006. augusztus

(csak elektronikus formában jelent meg)

Augusztus havi előrejelzésünk feltevési	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 feltevési	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58

2007. február

(csak elektronikus formában jelent meg)

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

2007. május

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

2007. augusztus

(csak elektronikus formában jelent meg)

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

(csak elektronikus formában jelent meg)

Az OÉT megállapodások hatása a béralakulásra	16
--	----

2008. május

A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	22
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	30
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	46
Feltevéseink	52
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	55

2008. november

Alapfeltevéseink	28
------------------	----

2009. február

Előrejelzésünk alapfeltevésai	30
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	30

2009 május

Előrejelzésünk alapfeltevésai	34
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	37
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	56

2009 augusztus

Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése	22
Előrejelzésünk alapfeltevésai	35
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata	39

2009 november

A nemzetgazdasági készletek alakulásáról	19
Trendinflációs mutatók	26
Alapfeltevéseink változása	42
Mutatók a kapacitás-kihasználtság mérésére	46
Az OÉT bérajánlások orientáló szerepe	
Az előrejelzésünk változásainak főbb mozgatórugói	62
A fizetés mérlegben történt revíziók hatása	70