JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2011. március

MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2011. március

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)

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 előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

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

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Endrész Marianna, Fehér Csaba, Gábriel Péter, Horváth Ágnes, Hosszú Zsuzsanna, Kaponya Éva, Kiss Gergely, Kiss Regina, Köber Csaba, Koroknai Péter, Krusper Balázs, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Mák István, Martonosi Ádám, Mihályi Dávid, Nobilis Benedek, Oláh Zsolt, P. Kiss Gábor, Pellényi Gábor, Rácz Olivér Miklós, Schindler István, Soós D. Gábor, Szemere Róbert, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Tóth Máté Barnabás, Várhegyi Judit, Varga Lóránt, Várnai Tímea, Várpalotai Viktor, Vonnák Balázs. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések és a Pénzügyi stabilitás szakterület további munkatársai is.

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2011. március 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

Összefoglaló 7

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások 13

1.1. Inflációs előrejelzésünk 13

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk 16

1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk 20

2. Alternatív szcenáriók hatása előrejelzésünkre 23

3. Pénzügyi piacok 25

3.1. Nemzetközi pénzügyi piacok 26

3.2. Magyarország kockázati megítélése 28

3.3. A külföldiek forinteszközök iránti kereslete 30

3.4. Devizapiaci folyamatok 31

3.5. Monetáris kondíciók 33

4. Makrogazdasági helyzetértékelés 34

4.1. Aggregált kereslet 34

4.2. Termelés és potenciális kibocsátás 41

4.3. Foglalkoztatás és munkapiac 44

4.4. A gazdaság ciklikus pozíciója 46

4.5. A pénzügyi közvetítőrendszer aktivitása és a hitelfeltételek változása 48

4.6. Költségek és infláció 50

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója 54

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás 54

5.2. Előrejelzés a külső finanszírozási pozíciónkra 56

5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai 59

5.4. A 2012. évi szabályalapú előrejelzésünk és az alternatív pálya 64

5.5. Az államadósság várható alakulása 67

6. Kiemelt témák 69

6.1. Monetáris Politikai Modell (MPM) – rövid leírás az MNB új előrejelző modelljéről 69

6.2. Az emelkedő olajárak hatása a magyar gazdaságra 72

6.3. A 2010-re adott inflációs előrejelzéseink értékelése 77

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011 81

Függelék 88

Összefoglaló

A költségsokkok ellenére 2012 végére további monetáris szigorítás nélkül is elérhető az inflációs cél,…

Az infláció 2010 végén enyhén emelkedett a magyar gazdaságot az elmúlt időszakban ért költségsokkok következtében. A költségsokkok a maginflációba a válság előtt megfigyelthez képest jelentősen lassabban gyűrűztek be, elsősorban a negatív kibocsátási résnek és a laza munkaerőpiacnak köszönhetően. A maginflációra vonatkozó előrejelzésünk – a novemberi inflációs jelentésben publikálthoz képest – ennek megfelelően alacsonyabb pálya irányába mozdult el. Bár a nyersanyagár-sokkok miatt az infláció 2011-ben még jelentősen a 3 százalékos cél fölött marad, 2012 végére további monetáris szigorítás nélkül elérheti a középtávú inflációs célt.

…mivel a negatív kibocsátási rés és a laza munkaerőpiac tompítja a költségsokkok inflációs hatását.

Előrejelzési horizontunkon tovább gyorsul a gazdasági növekedés. A változatlanul erős külső kereslet mellett 2011-ben már a belső kereslet is lassú növekedésnek indul. A november óta beérkezett információk és a bejelentett költségvetési intézkedések alapján úgy látjuk, hogy a belső kereslet fellendülése a korábban vártnál visszafogottabb lesz, azonban így is érezhetően hozzájárulhat a gazdasági növekedéshez. A kibocsátási rés az előrejelzés teljes horizontján negatív, a munkanélküliség pedig magas marad, ami az árazási és bérezési döntésekre gyakorolt fegyelmező ereje révén csökkenti a reálgazdasági oldalról megjelenő inflációs nyomást.

A gazdasági kilábalás szerkezeti heterogenitás mellett megy végbe.

A gazdasági növekedés szerkezeti kettősége továbbra is megfigyelhető: a recesszióból való kilábalás fő forrása a külső kereslet, amihez a belső kereslet csak fokozatosan zárkózik fel. Az ipari termelés már másfél éve töretlenül növekszik, ugyanakkor a szolgáltatóágazatok teljesítménye még az elmúlt félévben is stagnált, miközben az építőiparban folytatódott a visszaesés. A tényleges kibocsátás még mindig jelentősen, becsléseink szerint mintegy 4 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől, jelentős ágazati heterogenitás mellett. Az iparban a kapacitáskihasználtság már elérhette az elmúlt évtized átlagának megfelelő szintet. A szolgáltatószektorokban azonban sokkal lassabb a kilábalás, ezért ott még jelentős kihasználatlan kapacitások vannak.

A lakossági fogyasztás lassú élénkülése az év utolsó hónapjaiban megtört. Az év végi alacsony bérkifizetések és az erős svájcifrank-árfolyam miatt emelkedő törlesztőrészletek csökkentették a szektor rendelkezésre álló jövedelmét. Az óvatossági megfontolások az év során mindvégig erősek voltak, ami a válság előtti évekhez viszonyítva magas megtakarítási rátában tükröződött.

A vállalatok és háztartások beruházási keresletét 2010 egészében jelentős visszaesés jellemezte. Érdemi beruházás elsősorban a feldolgozóiparban, néhány nagyvállalatnál zajlott, miközben a lakáspiaci mutatók tovább romlottak.

A laza munkaerő-piaci kondíciók mérsékelt bérdinamikát eredményeznek.

A foglalkoztatás bővülése 2010 végén megállt, így a munkanélküliek aránya magas szinten, 10 százalék fölötti tartományban stagnált. Érdemi foglalkoztatásbővülés egyedül a feldolgozóiparban volt. A laza munkapiaci feltételek miatt visszafogott bérdinamika jellemzi a versenyszektort, így jelentősebb áremelés nélkül is lehetőség nyílik a vállalati szektor jövedelmezőségének javítására.

Az előrejelzési horizonton élénkülő fogyasztást várunk, ami ellentétes folyamatok eredőjeként alakul.

A személyijövedelemadó-terhek idei csökkenése és a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése 2011-ben jelentősen élénkítheti a lakossági fogyasztást. A lakosság óvatosságát erősítheti ugyanakkor a svájci frank árfolyamának kiszámíthatatlansága és a csak lassan csökkenő munkanélküliség. A fogyasztás gyors növekedését tartósan gátolhatják a szigorú hitelezési kondíciók. 2012-ben a tervezett fiskális kiigazítás jelentősen csökkentheti a rendelkezésre álló jövedelmet a transzferek lefaragása, a nyugdíj-indexálási szabály megváltozása és a közszférában tervezett leépítések miatt. A Széll Kálmán-terv intézkedései nemcsak a lakossági fogyasztást, hanem közvetlenül a kormányzati fogyasztást is mérséklik. Összességében 2011-ben korábbi várakozásainkkal közel azonos, 2012-ben viszont számottevően alacsonyabb fogyasztási keresletre számítunk.

A szigorú hitelfeltételek és bizonytalan makrogazdasági környezet miatt kitolódik a beruházási fordulat.

A gyenge belső kereslet, a továbbra is szigorú hitelfeltételek, a különadók és a társasági nyereségadót érintő szabályozás megváltozása miatt bizonytalanabbá váló üzleti környezet fékezi a vállalati beruházások élénkülését. Bár a bejelentett nagy autóipari beruházások érdemben növelik a kapacitásokat, az ezen a körön kívül lévő általános beruházási klímát kedvezőtlennek ítéljük, ezért előrejelzésünket csökkentettük a következő két évre.

A lakáspiacon a bizonytalan munkapiaci környezet, a gyenge banki hitelezés és a banki nemteljesítő jelzáloghitelek mögött felhalmozódott lakásállomány visszafogott keresletet és kínálatot eredményez. Így a lakossági beruházásban csak 2011 végétől várunk fordulatot.

A Széll Kálmán-terv várhatóan a kormányzati beruházásokat is érinti, ez 2012-ben szintén mérsékelheti a gazdasági növekedést.

A foglalkoztatás jelentős késéssel és lassan követheti a növekedés élénkülését.

A magánszektor foglalkoztatása csak késéssel és lassan követi a konjunktúraciklust. Az aktivitási ráta további növekedése miatt a munkanélküliségi ráta a lassan javuló foglalkoztatás ellenére is a mostani, 10 százalékos szint körül stagnálhat, így a laza munkapiaci kondíciók teljes előrejelzési horizontunkon fennmaradnak. A laza munkapiac mellett a munkát terhelő adók csökkentése is az alacsonyabb nominális béremelések irányába hathat. Összességében teljes előrejelzési horizontunkon historikusan alacsony nominális bérnövekedésre számítunk. A versenyszféra reálbéreinek növekedése tartósan elmaradhat a termelékenység bővülésétől.

A szigorú hitelkínálati feltételek továbbra is akadályozzák a belső kereslet fellendülését.

A magánszektor hitelállománya 2010 utolsó negyedévében tovább csökkent. Elsősorban a hosszú lejáratú vállalati hitelek és a lakossági devizahitelek állománya mérséklődött. A nemzetközi tapasztalatok szerint egy recessziót követő gazdasági kilábalást általában késve kísér a hitelezés felfutása, ám a hazai bankpiacon számos jele van hitelkínálati korlátok érvényesülésének is. A hitelezési feltételek 2010 végén ismét szigorodtak, és a bankok a hitelezési felmérések szerint 2011 első felében sem szándékoznak azokat érdemben enyhíteni. A jövedelmezőség romlásához a portfólióminőség további romlása

mellett a különadók is hozzájárultak. A 2011-ben lassan élénkülő hitelkereslet ellenére a bankok nem tervezik a hitelkínálat növelését sem a lakossági, sem a vállalati szegmensben, így a hitelkörnyezet a következő években is szigorú maradhat.

A gyenge kereslet, a tartósan laza munkaerőpiac és a korábbi kamatlépések a költségsokkok ellenére lehetővé teszik az inflációs cél elérését 2012-ben.

Az újabb energia- és nyersélelmiszerár-sokkok 2010 második felében emelték az inflációt. A továbbra is alacsony maginfláció azonban arra utal, hogy a laza munkaerőpiac és a gyenge belső kereslet együttesen fékezte a költségsokkok begyűrűzését.

Az inflációs folyamatokat az elmúlt időszakban jellemző kettősség az előrejelzési horizonton is megmarad. Egyrészt a globális eredetű költségsokkok erős inflációs nyomást jelentenek, ami a maginflációs tételekben is megjelenik. Másrészt azonban a laza munkaerőpiac és az alacsony belső kereslet tartósan fékezi a maginflációba történő begyűrűzést. Mindezen hatások eredőjeként rövid távon az éves fogyasztóiár-index enyhe emelkedésére számítunk. Az energia- és nyersélelmiszer-árak globális emelkedése fokozatosan gyűrűzik be a fogyasztói árak szélesebb körébe, és 2011 során 4 százalék körüli szinten tartja az indexet. A begyűrűzést lassítják, illetve későbbre halasztják az energiahordozók árainak mérséklésére irányuló kormányzati intézkedések. Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a kedvezőtlen belső keresleti környezetben a költségsokkok 2012 második félévére lecsengenek, így az infláció elérheti a jegybank 3 százalékos inflációs célját. A költségsokkok másodkörös hatásait a Monetáris Tanács elmúlt időszakban végrehajtott kamatemelései is mérséklik.

A befektetői hangulatot változékony, bár trendjében kedvező globális és országspecifikus tényezők alakították.

A globális piaci hangulat alakulását alapvetően a konjunkturális kilátások javulása, illetve az eurozónában megemelkedett szuverén kockázatok határozták meg. A kockázatvállalási hajlandóságot csökkentették az észak-afrikai országokban tapasztalható politikai feszültségek és a japán földrengés. A rendelkezésre álló információk alapján még nem lehet megítélni, hogy a befektetői hangulat romlása mennyire lesz tartós. A feltörekvő piacokkal szembeni hangulat alapvetően pozitív, bár az országok többségében januártól lassult a tőkebeáramlás, egyes ázsiai országok esetében pedig teljesen leállt, illetve megfordult.

A hazai eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is szerepet játszottak. A magyar államadósság leminősítése nem váltott ki érdemi és tartós piaci reakciókat, a lépések már jelentős mértékben be voltak árazva. A kamatemelési ciklus november végi beindulása élénkíthette a külföldiek forinteszközök iránti keresletét. Magyarország kockázati megítélését jelentős mértékben befolyásolták a kormány strukturális átalakítást célzó intézkedései, illetve az erre vonatkozó mérsékelten optimista várakozások. Év eleje óta a legtöbb kockázatifelár-mutató csökkent, a külföldiek állampapír-állománya pedig számottevően emelkedett. A március elején bejelentett átalakítások összetétele és mértéke nem tért el jelentősen a várakozásoktól, így érdemi változást nem okozott a piaci folyamatokban.

Az ország külfölddel szembeni finanszírozási képessége továbbra is magas, és ez a teljes előrejelzési horizonton megmarad.

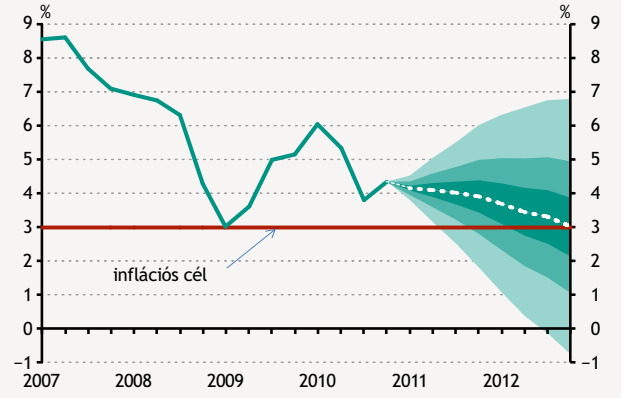
Az export vezérelte növekedés és a gyenge belső kereslet miatt a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége továbbra is magas. A magánszektor pénzügyi megtakarításai az elmúlt negyedévben némileg csökkentek, ezt azonban ellensúlyozta az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése.

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége az egész előrejelzési horizonton a GDP 4 százaléka körül alakulhat. A kedvező külső kereslet miatti exportnövekedés és a visszafogott belső kereslet következtében ugyanis a reálgazdasági egyenleg többlete továbbra is ellensúlyozza a jövedelem-egyenleg emelkedő hiányát, míg az EU-transzfer beáramlásában további növekedésre számítunk. A gazdaság várhatóan tartós nettó megtakarítói pozíciója a magánszektor jelentős finanszírozási képességének fennmaradásához köthető.

A bejelentett tervek alapján egyértelmű a kormányzat hiánycsökkentési szándéka, ám ennek mértéke kidolgozott részletek hiányában egyelőre nem megítélhető.

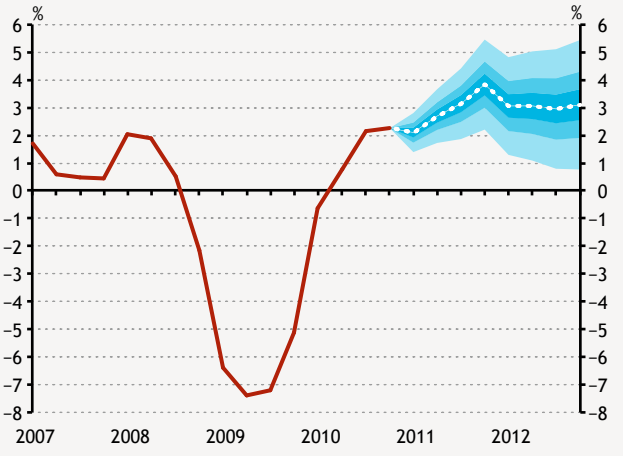
Fiskális előrejelzésünket a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi. A bejelentett Széll Kálmán-terv alapján egyértelműen azonosítható a kormányzat hiánycsökkentési szándéka. Az intézkedések döntő része azonban kevéssé részletezett, így az eddig alkalmazott módszertanunk szerint azoknak csak kis részét tudjuk figyelembe venni szabályalapú fiskális előrejelzésünkben. Ezen pálya mentén a költségvetés ESA-hiánya 2010–12-ben a nyugdíjpénztári tőkebevételek átmeneti hatása nélkül a GDP arányában a 4-5 százalékos sávban maradhat. Szabályalapú előrejelzésünk mellett 2012-re számszerűsítettünk egy alternatív pályát is, amelyben azt feltételeztük, hogy a kormányzati tervekben szereplő teljes tervezett bruttó megtakarítás megvalósul. Számításaink szerint a Széll Kálmán-terv maradéktalan végrehajtása esetén 2012-ben a deficit 3,6 százalék lehet, és a hiánymutató az adóbevételek ciklikus visszatérése révén csak középtávon süllyedhet 3 százalék alá.

Inflációs előrejelzésünk legyezőábrája



GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



Az alappálya összefoglaló táblázata
(Előrejelzéseink endogén kamatpálya alkalmazása mellett készültek.)

	2009	2010	2011	2012
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció[1]	4,1	3,0	2,3	2,4
Fogyasztóiár-index	4,2	4,9	4,0	3,4
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP-alapon)	–4,2	2,3	2,1	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	–8,1	–2,1	2,8	3,0
Állóeszköz-felhalmozás	–8,0	–5,6	1,2	3,6
Belföldi felhasználás	–10,8	–1,1	2,1	2,0
Export	–9,6	14,1	9,6	9,3
Import	–14,6	12,0	9,3	8,6
GDP*	–6,7	1,2	2,9	3,0
Külső egyensúly[2]				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	–0,5	2,0	1,4	2,0
Külső finanszírozási képesség	0,8	3,9	3,7	4,6
Államháztartás[2]				
ESA-egyenleg	–4,4	–4,4	2,5	(–3,6) – (–4,6)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset[3]	0,5	1,5	2,3	5,2
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság[4]	–2,5	0,0	0,4	0,5
Versenyszféra bruttó átlagkereset[5]	4,4	3,3	4,1	4,9
Versenyszféra foglalkoztatottság[4]	–3,8	–1,0	0,6	1,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség[4,6]	9,0	–2,0	0,9	2,7
Lakossági reáljövedelem[7]	–5,2	–1,4	2,4	1,6

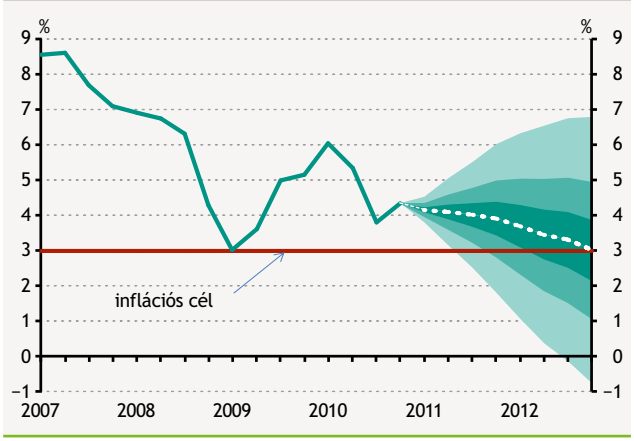
1 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
2 A GDP arányában. A 2010-es adat ténybecslés. 2012-ben a magasabb hiányadat szabályalapú kivetítésünket, az alacsonyabb hiányadat a Széll Kálmán-terv teljes megvalósításának hatását tükrözi.
3 Pénzforgalmi szemléletben
4 A KSH munkaerő-felmérése szerint.
5 Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
6 A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehérített és a prémiumok megváltozott szezonalitásától szűrt bérmutatóval számolódott.
7 MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági reáljövedelem teljes idősora nem tartalmazza a kötelező magán-nyugdíjpénztári díjtartalékokat.
** Naptári hatással nem korrigált adatok.*

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint az inflációs folyamatokat a tavalyi év közepe óta jellemző kettősség a következő években is fennmarad. A potenciális szinttől továbbra is elmaradó kibocsátásnak és a tartósan laza munkapiaci feltételeknek köszönhetően a belföldi inflációs nyomás a teljes előrejelzési horizonton alacsony maradhat. Ugyanakkor a globális nyersanyag- valamint élelmiszerárak jelentős növekedése lényegesen emelheti a gazdaságban megjelenő költségoldali inflációs hatásokat. E két ellentétes hatás eredőjeként a fogyasztóiár-index az idei év egészében számottevően a 3 százalékos cél fölött alakulhat, míg a nyersanyagárak elsődleges árnövelő hatásainak lecsengése után az infláció fokozatos mérséklődésére számíthatunk. 2012 végére alappályánkban további monetáris szigorítás nélkül is elérhető a 3 százalékos középtávú inflációs cél. Az előrejelzés kamatpályája mindkét évben a piaci hozamokból kinyerhető hozamgörbe és az elemzői várakozások tartományán belül helyezkedik el.

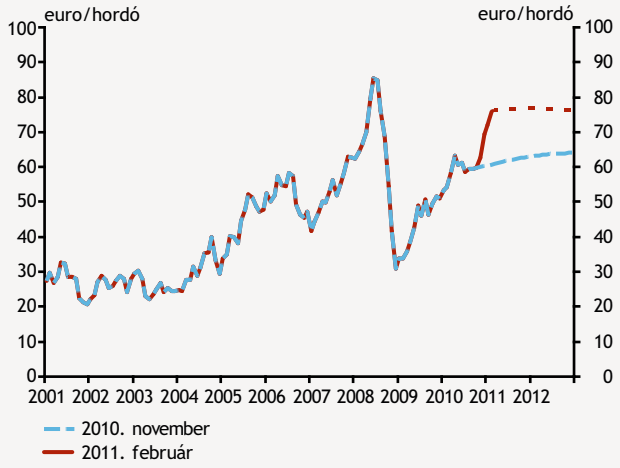
1-1. ábra
Inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra



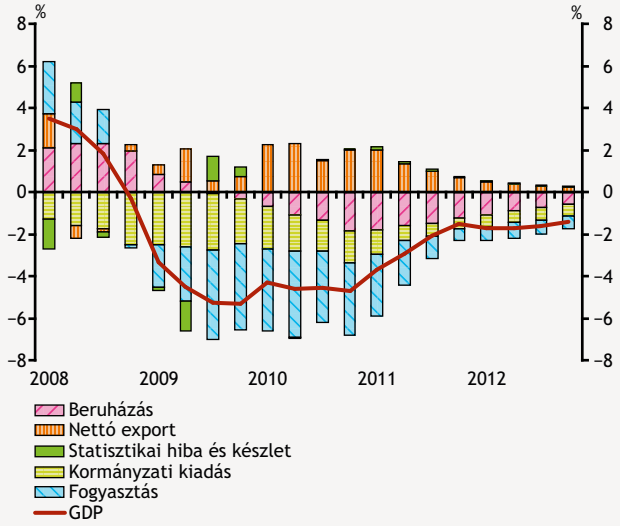
Az inflációs folyamatokat az elmúlt időszakban jellemző kettősség az előrejelzési horizontunkon továbbra is megmarad. A gazdasági növekedés üteme a következő években már meghaladhatja a potenciális szintet, de a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. A potenciális szinttől elmaradó kibocsátás a munkapiacon tartósan magas és csak lassan csökkenő munkanélküliséggel párosul. A laza munkaerő-piaci feltételek és a negatív kibocsátási rés együttese a következő években is érdemi ár- és bérleszorító hatással bír, így a belföldi keresletből, illetve a munkapiacról származó inflációs nyomás a teljes horizonton visszafogott maradhat. Ezzel szemben a globális eredetű költségsokkok az elmúlt hónapokban tovább erősödtek, ennek hatása fokozatosan a fogyasztói árak egyre szélesebb körében jelentkezhet. Bár a visszafogott belföldi kereslet mellett a költségsokkok tovagyűrűző hatásai a historikusan megfigyeltnél kisebbek lehetnek, az alacsony maginfláció ellenére a fogyasztóiár-index 2011 egészében 4 százalék közelében ragadhat. A költségsokkok 2012 második félévére fokozatosan lecsengenek, így az infláció a monetáris kondíciók további szigorítása nélkül is elérheti az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékot (1-1. ábra). A költségsokkok másodkörös hatásait a Monetáris Tanács elmúlt időszakban végrehajtott kamatemelései is mérséklik.

A költségoldali inflációs nyomás közvetlenül a maginfláción kívüli termékkörökben jelentkezik. Az olajárak november óta markánsan, mintegy 20 százalékkal emelkedtek, ez gyorsan megjelenik az üzemanyagok árában (1-2. ábra). A határidős jegyzéseken alapuló feltevésünk alapján a világpiaci olajárak emelkedése 2011 végén megáll, ám érde-

1-2. ábra
Olajár-feltevésünk változása
(euróban)



1-3. ábra
A kibocsátási rés dekompozíciója*
(2008–2012)



** A GDP trendszűrését a legfontosabb felhasználási tételekre is elvégeztük. Amennyiben az egyes tételek szintje elmarad a gazdaság felzárkózási pályája mentén várható trend értéktől, az felbontásunkban negatív értékként (negatív ciklikus pozícióként) jelentkezik.*

mi korrekcióra a következő évben sem számíthatunk. A nyers élelmiszerek esetében az új termés megjelenéséig a fogyasztói árak további emelkedését várjuk, majd a megfelelő terméseredmények oldhatják az árnyomást.

A szabályozott árak alakulása 2011 közepéig dezinflációs hatású, amit döntően a kormányzat által meghozott, a lakossági energiaárak befagyasztását (pl. a távhőárak), illetve visszafogott növekedését eredményező döntések okoznak. Amennyiben a globális nyersanyagárak tartósan magas szinten maradnak, a lakossági energiaárak rögzítése huzamosabb ideig csak jelentős költségvetési ráfordítással vagy eladósodással valósítható meg. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy az olajárak feltevéseinknek megfelelő alakulása esetén a kormányzati intézkedések alapvetően csak az áremelések időzítését befolyásolhatják, így a korábbi negyedévekben a szolgáltatóknál felhalmozódó árnyomás 2011 végétől fokozatosan a lakossági árakban is megjelenhet. A Széll Kálmán-terv intézkedéseinek közvetlen inflációs hatásait – melyek jelentős részben a szabályozott árakat érinthetik – a részletek ismeretének hiányában nem tudtuk érvényesíteni (1-1. táblázat).

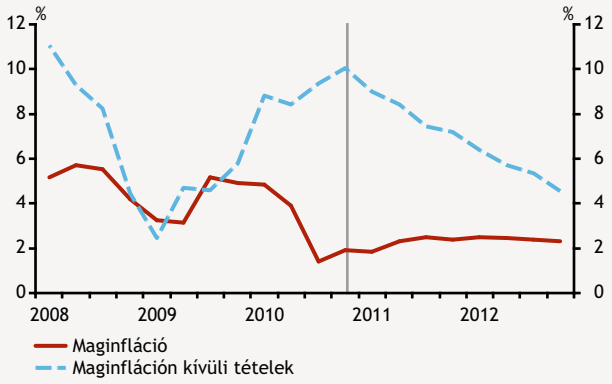
Összességében a maginfláción kívüli termékkörben az idei év első félévében 8 százalék körüli áremelkedésekre számítunk, amihez a legjelentősebb hozzájárulást az üzemanyagárak növekedése jelentheti. Ezt követően a mutató fokozatosan mérséklődik, és a jövő év végére 4 százalék körüli szintre süllyedhet.

A maginflációs tételek esetében az előrejelzési horizont egészén a gyenge belföldi kereslet árleszorító hatása lehet meghatározó (1-3. ábra). A költségsokkok fogyasztói árakba történő begyűrűzését jelentősen tompítja, hogy a laza munkaerő-piaci környezet visszafogott bérezést tesz lehetővé, ami segíti a vállalatok profithelyzetének stabilizálását. A maginfláció a költségsokkok következtében rövid távon némileg emelkedhet, azonban ezen hatások kifutásával 2011 közepétől csökkenésnek indulhat. A maginflációs mutató a teljes horizonton tartósan a korábbi években megfigyeltnél alacsonyabb szinten, 2-2,5 százalékos sávban

1-1 táblázat
Inflációs előrejelzésünk részletei

		2010	2011	2012
Maginfláció		3,0	2,3	2,4
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,6	10,0	3,7
	Jármű-üzemanyag és piaci energia	18,1	10,0	1,5
	Szabályozott árú termékek	6,5	6,6	7,8
	Összesen	9,2	8,0	5,5
Fogyasztóiár-index		**4,9**	**4,0**	**3,4**

1-4. ábra
Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek áralakulására
(2008–2012)



alakulhat, majd 2012 végére 2 százalék közelébe süllyedhet (1-4. ábra).

Előrejelzésünk alappályája szerint az alapkamat jelenlegi, 6 százalékos szintje elégséges lehet a költségsokkok középtávú inflációs hatásának semlegesítéséhez, és 2012 második felében elérhető a 3 százalékos inflációs cél. Az előrejelzés kamatpályája mindkét évben a piaci hozamokból kinyerhető hozamgörbe és az elemzői várakozások tartományán belül helyezkedik el.

1-1. keretes írás
Az endogén kamatpálya szerepe az előrejelzésben

2011 márciusától kezdődően a Magyar Nemzeti Bank stábja endogén kamatpályával készült előrejelzést publikál a korábbi, változatlan kamatot feltételező előrejelzések helyett. A változtatás összhangban van az inflációs célkövető jegybankok gyakorlatával, amelyek többsége az elmúlt években szintén áttért az endogén kamatpályás előrejelzésre.

Az endogén kamatpálya alapvetően azt jeleníti meg, hogy a monetáris politika reagál a gazdaságot érő sokkokra. Amikor az infláció mértéke tartósan megemelkedik, akkor a jegybank jellemzően kamatot emel, ha az infláció mértéke tartósan csökken, akkor pedig jellemzően kamatot csökkent annak érdekében, hogy középtávon az infláció a céllal összhangban alakuljon. Az irányadó kamatra vonatkozó feltevés változtatásával párhuzamosan az árfolyam alakulására vonatkozó feltételezés is változott. Míg korábban változatlan árfolyammal számoltunk, addig az új előrejelzésben a hazai és külföldi kamatok különbözete és a kockázati prémiumunk alapján becsüljük meg az árfolyam várható jövőbeli pályáját.

Az endogén kamatpályát használó modellek fontos építőköve a jegybank reakciófüggvénye, amely azt ragadja meg, hogy a jegybank milyen változókat és milyen súllyal vesz figyelembe kamatdöntéseinél. Az előrejelzésben azt feltételezzük, hogy a Monetáris Tanács az irányadó kamatot egyrészt elsősorban az előre jelzett infláció céltól vett eltérése és a kibocsátási rés mértéke alapján változtatja, másrészt a gazdasági folyamatok bizonytalansága miatt az irányadó kamat infláció és kibocsátási rés által indokolt változtatását nem egyszerre, hanem fokozatosan viszi véghez.

Az endogén kamatpályával készült előrejelzés egyik fontos előnye az egyszerűbb értelmezhetőség. Nem arra a kérdésre ad választ, hogy mi történne akkor, ha a jegybank nem reagálna a gazdasági folyamatokra, hanem arra, hogy figyelembe véve a monetáris politika reakcióját is, várhatóan hogyan fognak alakulni a főbb makrogazdasági változók. Emiatt a jegybanki előrejelzés a gazdasági szereplők számára egyszerűbben használható információt nyújt, és könnyebben vethető össze más előrejelzésekkel.

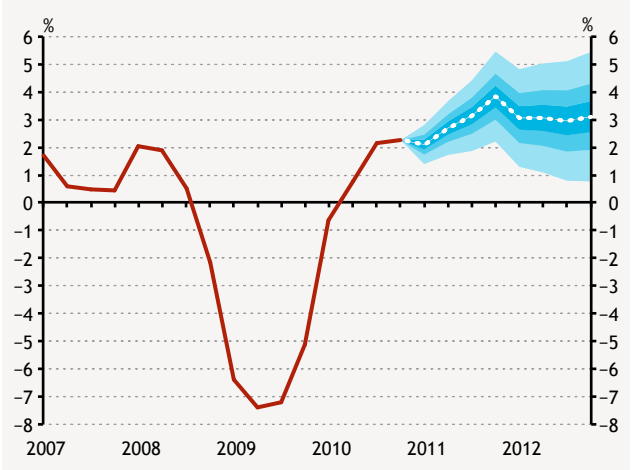
Az endogén kamatpálya feltételezésével készülő modell a döntéshozók számára is jobb kiindulópontot jelent a jövőbeli kamatpolitika kommunikálásához, mivel nemcsak a szükséges kamatlépések irányáról, hanem azok mértékéről is nyújt információt.

Az inflációs jelentésben az előre jelzett kamatpályát számszerűen nem publikáljuk, csupán kvalitatív indikációt adunk a várható kamatlépések irányultságáról. Ennek egyik oka az, hogy a gazdasági folyamatok változása, az új információk beépülése folyamatosan változtatja a modell által számított kamatpályát is. Valamint az előrejelzés alappályája a stáb álláspontját tükrözi, amelytől a Monetáris Tanács helyzetértékelése eltérhet. Végül fontos felhívnunk a figyelmet arra is, hogy a modell által számított kamat mechanikus összefüggések alapján határozódik meg, így nem képes megragadni a gazdasági folyamatok komplexitását, és a tanácstagok által fontosnak tartott döntési szempontok teljes körét.

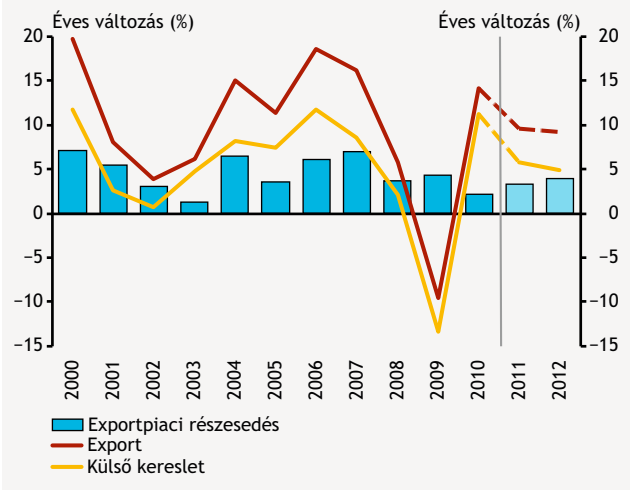
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A reálgazdasági kilátások érdemben módosultak a novemberi inflációs jelentéshez képest. Előrejelzésünkben változatlanul az export dinamikus bővülésére számítunk. A már bejelentett nagy autóipari beruházások a terveknek megfelelően teljesülhetnek, ám ezt leszámítva a vállalati beruházási aktivitás a korábban vártnál is gyengébb lehet a lassan élénkülő belföldi kereslet, a tartósan szigorúbb hitelfeltételek, a növekvő nyersanyagárak miatt emelkedő termelési költségek, valamint az üzleti környezet kiszámíthatóságát kedvezőtlenül érintő vállalati adóintézkedések miatt. A csak lassan javuló munkapiaci helyzet mellett a kormányzati intézkedések az idei évben jelentős jövedelemtöbbletet hagynak a háztartásoknál, ami várhatóan a fogyasztási kiadásaikat is érezhetően emeli. Ugyanakkor a jóléti juttatások és a kormányzati fogyasztás Széll Kálmán-tervben felvázolt csökkentése várhatóan ismét visszaveti a lakossági fogyasztást. A kibocsátási rés az előrejelzési horizonton szűkül, de mindvégig negatív marad.

1-5. ábra
GDP-előrejelzésünk legyezőábrája
(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



1-6. ábra
Az exportpiaci részesedés alakulása



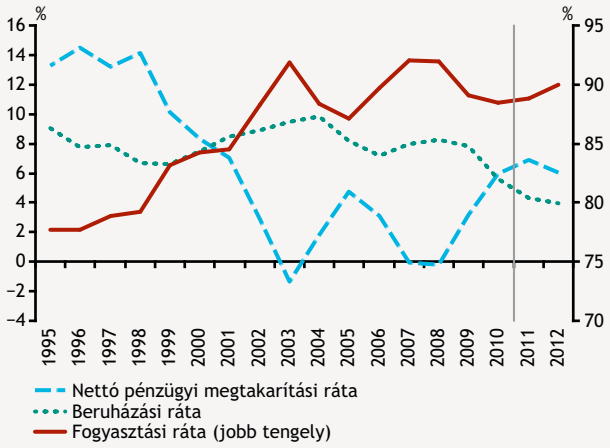
Előrejelzésünk mindkét évében 3 százalék körüli növekedési ütemre számítunk (1-5. ábra). Tekintve, hogy a gazdaság potenciális növekedési üteme ezen időszakban 1,5-2 százalék körülire becsülhető, a kibocsátási rés fokozatosan mérséklődik, de a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. Novemberben a kibocsátási rés lassú és fokozatos záródására számítottunk. Jelenlegi előrejelzésünkben 2011-ben – a fogyasztás nagyobb mértékű élénkülése miatt – gyorsabb záródással számolunk, ami a költségvetési kiigazítás hatására 2012-ben átmenetileg ismét lelassul.

A magyar gazdaság recesszióból történő kilábalásában eddig az erős külső kereslet jelentette az egyetlen pozitív növekedési tényezőt. Előre tekintve, főbb kereskedelmi partnereink esetében a korábbinál némileg visszafogottabb növekedésre számítunk. A készletfeltöltések kifutása, a várható költségvetési kiigazítások, a magas nyersanyagárak, a hosszabb távon is magas munkanélküliség, illetve a magánszektor esetében szükséges további mérlegalkalmazkodás egyaránt fékezheti az euroövezet növekedését.

A 2010-es magyar exportteljesítményben közvetlenül és közvetve az euroövezeten kívüli, főleg távol-keleti kereslet játszott jelentős szerepet. A fejlődő gazdaságok növekedése várhatóan a következő években is dinamikus marad, azonban a gyorsan növekvő nyersanyagárak és a belső kereslet túlhevülése egyre nagyobb kockázatokat jelenthet a növekedés fenntarthatóságát illetően. Ezzel összhangban ezen gazdaságok esetében is a hazai export iránti kereslet fokozatos lassulására számítunk (1-6. ábra).

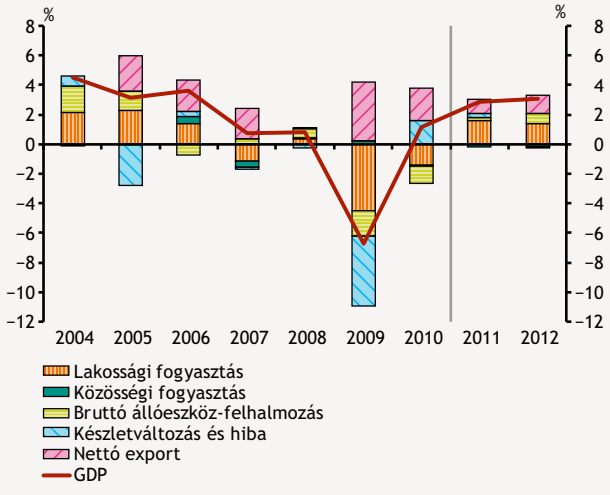
A tartósan szigorú hitelkörnyezet a belföldi kereslet várható alakulását alapvetően meghatározza. A hitelezési feltételek érzékelhető lazulására csak 2012-től számítunk, így a banki hitelaktivitás az idei évben sem támogatja a hazai növekedést.

1-7. ábra
Lakossági jövedelmek felhasználása*
(rendelkezésre álló jövedelem arányában)



** A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.*

1-8. ábra
A GDP-növekedés alakulása



A háztartások viselkedését előrejelzési horizontunkon a lakossági jövedelmeket érintő jelentős, gyakran egymással ellentétes irányú költségvetési intézkedések együttese, a munkapiaci helyzet lassú javulása, a tartósan szigorú hitelkörnyezet és a folytatódó mérlegkiigazítás határozhatja meg. Bár a munkapiaci helyzet csak lassú javulást mutathat, az idei évben a már elfogadott kormányzati intézkedések jelentős többletjövedelmet eredményeznek a háztartásoknál. Ezen jövedelemtöbblet egy része a személyijövedelemadó-terhek mérsékléséből, másik része a nyugdíjrendszer átalakítását követő magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetéséből[1] adódik. A jövedelmek növekedése 2011-ben a korábbi évekhez képest jelentősen emelheti a lakossági fogyasztást, de a válság alatt felerősödő óvatossági megfontolások hatására a pénzügyi megtakarítások is számottevően nőhetnek. Ez utóbbi hatásra főként a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése esetében számítunk (1-7. ábra).

Az idei évvel ellentétben 2012-ben a várható kormányzati intézkedések a közvetlen állami fogyasztási és beruházási kiadások mérséklésén és a lakossági transzferek visszafogásán keresztül csökkentik a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Ennek negatív keresleti hatásait azonban ellensúlyozza, hogy a munkapiaci környezet mind a foglalkoztatás gyorsuló növekedésén, mind a nettó bérek emelkedésén keresztül tovább javulhat. A hitelezési környezet a teljes előrejelzési horizonton szigorú maradhat, így a 2006–2007-es időszakkal ellentétben a háztartások a kieső állami jövedelmek rövid távú hatását kevésbé ellensúlyozhatják pótlólagos hitelek felvételével. Az éves növekedési ütemeket tekintve a háztartások fogyasztása 2012-ben ismét némileg lassulhat.

A magánszektor beruházásai novemberi előrejelzésünknél kedvezőtlenebbül alakulhatnak. A terveknek megfelelően haladó autóipari nagyberuházások az előrejelzési horizonton jelentősen hozzájárulnak a növekedéshez. Ezeken kívül nem számíthatunk a vállalati beruházások érdemi bővülésére. A szigorú vállalatihitel-feltételek és a keresleti kilátásokat, illetve a szabályozói környezetet övező növekvő bizonytalanságok miatt a vállalatok a termelési kapacitások bővítése helyett a meglévő kapacitások növekvő kihasználása mellett dönthetnek (1-8. ábra).

Idén is folytatódhat a lakossági beruházások jelentős csökkenése. Az eladósodott háztartások mérlegkorrekciója, a szigorú hitelkondíciók, valamint a kilakoltatási moratórium miatt a pénzintézetek portfóliójában felhalmozódott jelen-

[1] Előrejelzésünkben a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetéseként a saját becslésként kapott mintegy 220 milliárd forintos értéket vettük figyelembe.

tős lakásállomány tartósan fékezheti az újlakás-építéseket. A lakáspiac stabilizálódására csak 2012-től számítunk.

A kormányzat közvetlen fogyasztási és beruházási célú kiadásai a Széll Kálmán-terv alapján 2012-ben érdemben csökkenhetnek. A csökkenés mértékét nagyban befolyásolhatja, hogy az érintett önkormányzati szektor és az állami vállalatok a kieső központi költségvetési forrásokat milyen mértékben tudják saját forrásokkal, illetve új hitelek felvételével pótolni. Emellett a növekedési hatást tompíthatja, ha az intézkedések az állami szektor hatékonyságát is javítják. Ennek mértékét kidolgozott részletek hiányában egyelőre nem tudjuk pontosan megítélni.

1-2. keretes írás

Hogyan vettük figyelembe a Széll Kálmán-terv hatásait a makrogazdasági előrejelzésünkben?

A makrogazdasági pályára vonatkozó előrejelzésünk szempontjából jelentős bizonytalansági tényező a kormányzat által meghirdetett Széll Kálmán-terv hatása. A bizonytalanság két forrásból ered. Egyrészt a jelentés készítésének időpontjában csak kiadáscsökkentési és bevételnövelési előirányzatok állnak rendelkezésünkre, amelyek összege 2012-ben megközelíti a GDP 2 százalékát. A tervben megjelenő intézkedések ugyanakkor nem megfelelően részletezettek,[2] így nem tudjuk megítélni, hogy a megismert számok egyes intézkedések bruttó hatását, vagy a várt nettó költségvetésiegyenleg-javulást tükrözik.

A két tétel között jelentős különbség van, hiszen egyrészt minden kormányzati kiadásnak – a kiadás típusától függő mértékben – van adótartalma, másrészt a jóléti ellátások szigorításánál is számítanunk kell arra, hogy más, esetleg szerényebb támogatást biztosító szociális juttatásokra fordítandó összeg viszont emelkedni fog. A konkrét intézkedések ismerete nélkül azt is nehéz felmérni, hogy a gazdaság szereplői milyen mértékben és milyen gyorsan fognak alkalmazkodni a megváltozott környezethez. Információk hiányában azt is problémás megítélni, hogy például az ártámogatások mérséklése eredményeként milyen mértékben esik vissza az ún. kormányzati fogyasztás (pl. a támogatott gyógyszerek vásárlása, a közösségi közlekedési szolgáltatás volumene), és milyen mértékben kell inflációs hatásokra számítanunk. Végül annak megbecsléséhez sem áll rendelkezésünkre elegendő információ, hogy az intézkedések eredményeként javuló költségvetési pálya milyen gyorsan hoz kézzelfogható eredményeket a magyar gazdaság befektetői megítélésében, és milyen gyorsan jelentkezhetnek a pozitív munkaerő-piaci hatások.

A bizonytalanság másik fő forrása az, hogy konkrét intézkedések hiányában nehéz felmérni a költségvetési konszolidáció várható makrogazdasági hatását. A válság kitörése óta számos új tanulmány látott napvilágot, amelyek megpróbálják megbecsülni az ún. fiskális multiplikátorokat[3], először a leghatékonyabb növekedést stabilizáló politika kialakítása érdekében, majd a leginkább növekedésbarát költségvetési konszolidáció támogatása céljával. A friss eredmények azonban az országok közötti különbségekre és a kiigazítás szerkezetétől függő eltérő hatásokra hívják fel a figyelmet, és kevésbé nyújtanak határozott fogódzót a hatások számszerűsítéséhez. Kiindulópontnak tekinthetjük az IMF 2009-ben kiadott anyagát[4], amelyben a korábbi irodalom feldolgozása alapján hüvelykujjszabályként alkalmazható multiplikátorokat határoz meg, elsősorban az akkori expanziós politikák hatásainak értékelésére. Változatlan kamatpolitika feltételezése mellett nagy országokban 1,5–1 közötti, közepes országokban 1–0,5 közötti, kis nyitott országokban pedig 0,5 vagy kisebb mutatót tartanak reálisnak. A költségvetési konszolidációk tekintetében Alesina–Ardagana (2009)[5] cikke azt állapítja meg, hogy az OECD-országokban 1970 és 2007 között történt költségvetési konszolidációk közül a kiadásoldali intézkedésekre alapozott költségvetési kiadások általában sikeresebbek voltak az államadósság tartós mérséklésében, és sokkal kisebb valószínűséggel okoztak recesz-

[2] A jelentés 5. fejezetében, a fiskális előrejelzésünk ismertetésénél részletesen foglalkozunk a Széll Kálmán-terv költségvetési folyamatokra gyakorolt hatásának számszerűsítése során felmerülő akadályokkal.

[3] A fiskális multiplikátor alatt egy egységnyi (pl. a GDP 1 százalékát kitevő) költségvetési intézkedés (lehet lazítás vagy szigorítás) GDP-re gyakorolt hatását értjük.

[4] Spilimbergo, A. – S. Symansky – M. Schindler (2009): Fiscal multipliers. *IMF Staff position note,* SPN/09/11, May 20.

[5] Alesina, A. – S. Ardagana (2009): Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. *NBER Working Paper Series,* 15438. URL: http://www.nber.org/papers/w15438. Letöltve: 2011. március 25.

sziós hatásokat. Ilzetski et al. (2011)[6] tanulmánya pedig arra hívja fel a figyelmet, hogy nyitott gazdaságokban, ahol az árfolyam szabadon lebeg, illetve a nagyon eladósodott és a kevésbé fejlett országokban relatíve kisebb a fiskális multiplikátorok nagysága. E tanulmányok alapján bízhatunk abban, hogy a költségvetési kiigazítás növekedés-visszafogó hatása mérsékelt marad, illetve rövid időszak alatt átfordulhat növekedési többletbe. 2012 végéig tartó előrejelzési horizontunkon azonban azt feltételezzük, hogy az intézkedések közvetlen, ún. keynesi hatásai fognak dominálni, különös tekintettel arra, hogy az elmúlt évek válságának következtében ma a gazdasági szereplők jelentős része likviditáskorlátos, ami megakadályozza a fogyasztás simítását és beruházásaik előrehozását.

Mindezen tapasztalatok figyelembevétele mellett, de a nagyfokú bizonytalanság tudatában a 2012-es növekedési előrejelzésünkben azzal a leegyszerűsítő feltételezéssel éltünk, hogy a bejelentett, átlagos adótartalommal korrigált kiadáscsökkentés aggregált keresletre gyakorolt hatásának közel fele jelenik majd meg a növekedési számokban. Részletek hiányában a várható kiadásoldali költségvetési intézkedéseket két nagyobb csoportba soroltuk: a kormányzat közvetlen (fogyasztási vagy beruházási célú) keresletét érintő intézkedések, illetve a lakosságnak nyújtott transzfereket érintő intézkedések. Ugyanakkor az inflációra, a kockázati megítélésre és a hosszabb távú munkapiaci aktivitásra gyakorolt hatásokkal egyelőre nem számoltunk.

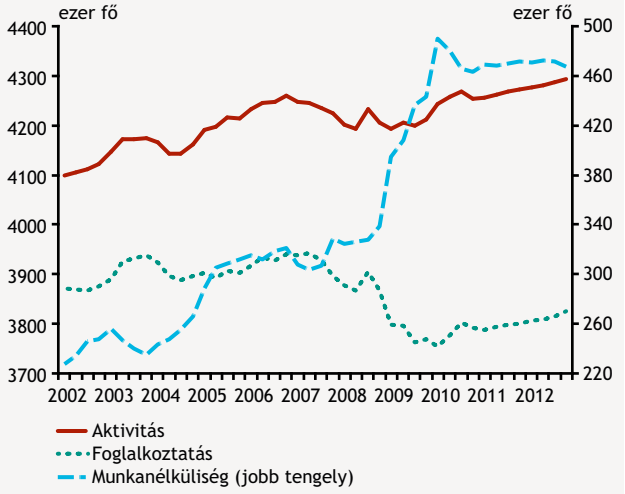
A Széll Kálmán-terv várható növekedési hatására tett technikai feltételezésünket az intézkedések effektivitása és a nem keynesi hatások fokozatos megjelenése egyaránt motiválhatja. Emellett a várható növekedési hatást érdemben változtathatják, ha az intézkedések az állami szektor hatékonyságát is érintik. Az intézkedéscsomag megismerése után egyaránt elképzelhetőnek tartjuk, hogy pozitív vagy negatív irányba kell módosítanunk majd az előrejelzésünket. De úgy ítéltük meg, hogy e köztes megoldás jobb kiindulópontot jelent a gazdasági folyamatok értékeléséhez, mint bármelyik szélső érték, azaz a csomag figyelmen kívül hagyása, vagy a teljes effektivitás és/vagy kizárólag keynesi hatások feltételezése. A költségvetési intézkedések várható növekedési hatására vonatkozó feltételezésünk eredményeként a kibocsátási rés lassabban zárul majd 2012-ben. Ugyanakkor a tervezett intézkedések inflációra gyakorolt hatása megbecsléséhez nem találtunk fogódzót. Így ezeket jelen előrejelzésünkben nem számszerűsítettük.

[6] Ilzetski, E. – E. G. Mendoza – C. A. Végh (2011): How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?. *IMF Working Paper,* 1152, March 10. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1152.pdf. Letöltve: 2011. március 25.

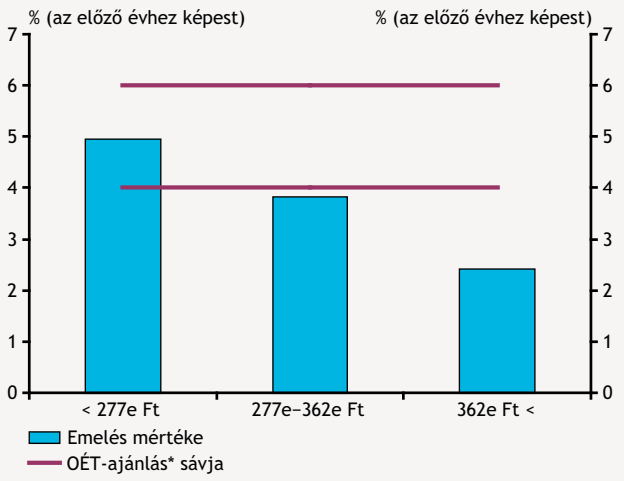
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

Teljes előrejelzési horizontunkon arra számítunk, hogy fennmaradnak a laza munkapiaci kondíciók. A gazdaság élénkülését csak késve követi a foglalkoztatás emelkedése. A magas munkanélküliség mellett, a munkavállalói terhek csökkentése lehetőséget teremt a vállalatoknak arra, hogy a költségsokkok miatt bekövetkezett jövedelmezőségromlást ne áraik emelésén, hanem bérköltségeik leszorításán keresztül ellensúlyozzák, ami alacsony nominális bérpályát eredményezhet.

1-9. ábra
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban
(2002–2012)



1-10. ábra
Tervezett béremelések 2011-ben jövedelemkategóriánként
(Hay Group felmérés)

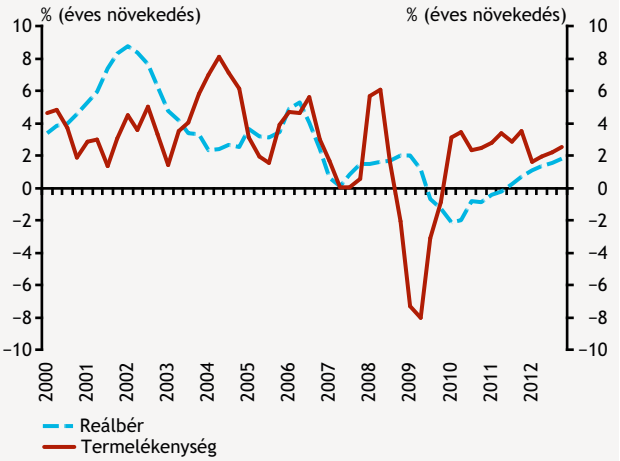


** OÉT = Országos Érdekegyeztető Tanács.*

A magyar gazdaságra is jellemző, hogy a magánszektor foglalkoztatása csak késve és tompítottan követi a konjunktúra ciklusait. Ennek megfelelően a recesszió időszakában megfigyelt munkaerő-tartalékolás a fellendülés kezdeti időszakában mérsékli a munkaerő iránti igényt. A foglalkoztatottak létszámának növekedése 2012-ben lehet némileg élénkebb. Ezzel párhuzamosan, a munkaerőpiacot érintő kormányzati intézkedések is a lazább feltételek kialakulásának irányába mutatnak. A rokkantnyugdíj és a korengedményes nyugdíj és a táppénz szabályozásának szigorítása, valamint a munkanélküli-juttatások szabályozásának változása az aktivitás emelkedését vonhatja maga után. Hasonló hatással járhat a közmunkaprogram tervezett átalakítása, mely az eddigi nagyságban, nagyjából azonos mértékű foglalkoztatást rövidebb időtartamú, részmunkaidős keretben, magasabb részvétel mellett kíván megvalósítani. Ezenkívül, a terv alapján az állami szektorban további elbocsátások várhatók idén és jövőre is. A foglakoztatási folyamatok mellett az aktivitás fent említett okokból adódó növekedésének is köszönhető, hogy historikusan magas, 10 százalék körüli munkanélküliségi rátát várunk 2012 végéig (1-9. ábra).

A magas munkanélküliség miatt laza munkaerőpiac jelentős mértékben mérsékli a versenyszféra béreinek dinamikáját. Egyrészt, a vállalati szektor a gyenge kereslet miatt csak nagyon korlátozottan tud árat emelni, ezért az alkalmazkodásban felértékelődik a bércsatorna szerepe. A visszafogott bérdinamika segíti a vállalati szektor profithelyzetének javítását a bérhányad, illetve a fajlagos bérköltség mérséklődésén keresztül. Másrészt, a korábban tapasztaltnál kisebb mértékű béremeléseket támogatja az idei évtől hatályos szja-kiengedés is. Mivel az új adószabályok elsősorban a magasabb keresetűeknél járnak az adóteher csökkenésével, ezért az átlagjövedelem alatti kategóriákban lehet nagyobb jelentőségű a munkáltató által nyújtott esetleges kompenzációs szándékú béremelés, illetve itt lehet releváns az Országos Érdekegyeztető Tanács (OÉT) ajánlásának mértéke. Ezt támasztja alá a Hay Group legfrissebb felmérése is: azok a vállalatok, amelyek differenciált

1-11. ábra
A bruttó reálbér és termelékenységváltozás a versenyszférában
(2000–2012)



béremelést alkalmaznak, az alacsonyabb bérkategóriákban nagyobb mértékű emeléseket hajtottak végre, míg a magasabb bérkategóriákban visszafogottabb volt ez a mérték (1-10. ábra).

Ezen hatások eredőjeként 2011 első félévében 4 százalék alatti bérindexeket várunk. 2012-ben sem számítunk a bérdinamika jelentős gyorsulására: historikus összehasonlításban alacsony, 5 százalék körüli indexeket valószínűsítünk. Mindez az inflációs pályát figyelembe véve csak a jövő évtől jelent reál értelemben emelkedést a bruttó bérköltségekben, de a reálbérek növekedése a teljes előrejelzési horizonton elmaradhat a termelékenység növekedésétől (1-11. ábra).

1-2. táblázat
Előrejelzésünk összehasonlítása más intézmények prognózisaival

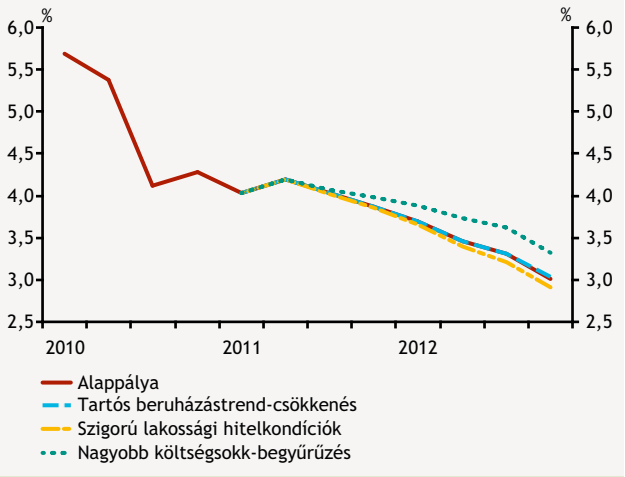
	2011	2012	2013
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2011. március)	4,0	3,4	–
Consensus Economics (2011. március)[1]	3,3 – 3,9 – 5,2	2,7 – 3,4 – 4,5	3,3*
Európai Bizottság (2010. november)	3,9	3,7	–
IMF (2011. február)	4,1	3,5	3,0
OECD (2010. november)	2,9	3,1	–
Reuters-felmérés (2011. március)[1]	3,6 – 4,0 – 4,9	2,8 – 3,5 – 4,9	2,4 – 3,2 – 4,2
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2011. március)[4]	2,9	3,0	–
Consensus Economics (2011. március)[1]	2,0 – 2,5 – 3,1	2,7 – 3,2 – 3,5	3,3*
Európai Bizottság (2010. november)	2,8	3,2	–
IMF (2011. február)	2,8	3,0	3,0
OECD (2010. november)	2,5	3,1	–
Reuters-felmérés (2011. március)[1]	1,9 – 2,6 – 3,1	2,5 – 3,3 – 4,2	–
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)			
MNB (2011. március)	1,4	2,0	–
Európai Bizottság (2010. november)	0,4	−0,4	–
IMF (2011. február)	0,1	−0,6	−1,1
OECD (2010. november)	−1,1	−1,3	–
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)			
MNB (2011. március)[6]	2,5	(−3,6) – (−4,6)	–
Consensus Economics (2011. március)[1]	(−2,5)−(−3,3)−(−5,2)**	(−2,4)−(−3,0)−(−4,0)	–
Európai Bizottság (2010. november)	−4,7	−6,2	–
IMF (2011. február)	5,7	−5,2	−7,2
OECD (2010. november)	−3,1	−2,9	–
Reuters-felmérés (2011. március)[1]	(−3,0) – 1,6 – 5,8	(−3,7) – (−2,5) – 2,9	–
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. március)	5,6	4,8	–
Európai Bizottság (2010. november)[2]	6,2	6,7	–
IMF (2010. október)	5,1	–	–
OECD (2010. november)[2,3]	6,6	5,2	–
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. március)	2,1	2,3	–
Consensus Economics (2011. március)[1]	2,2	2,3	–
Európai Bizottság (2011. február)[2]	2,1	–	–
IMF (2011. január)[2]	2,2	2,5	–
OECD (2010. november)[2,3]	2,3	2,4	–
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. március)[5]	1,6	1,7	–
Consensus Economics (2011. március)[1]	1,7	1,7	–
Európai Bizottság (2010. november)	1,6	–	–
IMF (2011. január)	1,5	1,7	–
OECD (2010. november)	1,7	2,0	–

[1] A Reuters- és a Consensus Economics-felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső 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 közöltektől.
[3] Az OECD nem publikál Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzés nem veszi figyelembe Romániát.
[4] Naptári hatással nem korrigált adatok.
[5] MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum.
[6] 2012-ben a magasabb hiányadat szabályalapú kivetítésünket, az alacsonyabb hiányadat a Széll Kálmán-terv teljes megvalósításának hatását tükrözi.
** Középtávú előrejelzések átlaga.*
*** A magán-nyugdíjpénztári bevételek nélkül.*
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2011. március); European Commission Economic Forecasts (2010. november); IMF Country Report No.11/35 (2011. február), IMF World Economic Outlook Database (2010. október), IMF World Economic Outlook Update (2011. január); Reuters-felmérés (2011. március); OECD Economic Outlook No.88 (2010. november).

2. Alternatív szcenáriók hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat három alternatív pálya bemutatásával kívánjuk illusztrálni. A három pályában a beruházások visszaesésének tartósságát, a bankok hitelezési hajlandóságát, illetve a költségsokkok begyűrűzését övező bizonytalanságokat jelenítjük meg. Összességében elmondható, hogy a monetáris politika reagál a sokkokra, és az inflációs hatásokat nagyrészt ellensúlyozza. Ezzel összhangban az inflációs pályákban várható elmozdulások kisebbek, míg a növekedést érintő hatások nagyobbak alternatív forgatókönyveinkben.

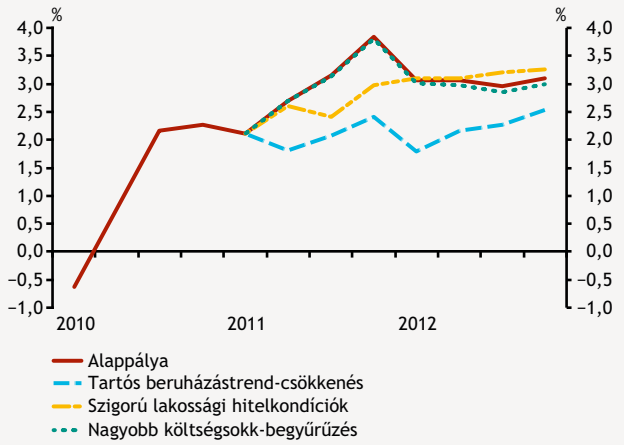
2-1. ábra
Alternatív szcenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre



A 2010-es konjunktúrafolyamatok alapján felmerül, hogy a beruházások válság alatt tapasztalt visszaesésének a korábban vártnál nagyobb része tekinthető tartósnak, és így a beruházási trend is alacsonyabb lehet az alappályában szereplőnél. A korábbi üzleti döntések alapján megvalósuló egyedi nagyberuházások kivételével igen visszafogottak a vállalati szektor beruházásai, és ez előre tekintve is kockázatokat jelent. A modellben mindez két hatással jár: egyrészt a kiinduló helyzetben szűkebb a kibocsátási rés, másrészt előre tekintve is alacsonyabb lehet a gazdaság potenciális növekedési üteme. Ebben az esetben – az alappályához képest – a beruházás és a GDP is mérsékeltebben bővül a következő években. A GDP növekedési üteme ebben az esetben nem gyorsulna a 2010 végi dinamikához képest, a jövő év végéig a 2-2,5 százalékos sávban ingadozhat. Mindez hatással van a kibocsátási rés kiinduló értékére is: alternatív forgatókönyvünkben 1 százalékkal lehet szűkebb, mint az alappályában. A szűkebb kibocsátási rés dezinflációs hatása is kisebb, és a kamatpálya némileg felfelé mozdul el, azonban ekkor sincs szükség számottevő monetáris szigorításra.

Korábbi előrejelzéseinkhez hasonlóan jelenleg is igen bizonytalannak tarjuk a banki hitelezés várható alakulását. A hitelezési folyamatokban a hitelkínálat és -kereslet egyensúlyából indulunk ki. E szimulációban a bankok hitelkínálatának visszafogását modelleztük, vagyis azt tételeztük fel, hogy a háztartási hitelkondíciók teljes előrejelzési horizontunkon szigorúbbak maradnak az alappályában szereplőnél. A likviditáskorlátos háztartások ekkor kevésbé tudják fogyasztási pályájukat simítani. Ebben az esetben a fogyasztásra rendelkezésre álló források nagyságrendileg annyival csökkennek, mint amennyivel az alappályában a nyugdíjpénztári átlépésekből kifizetésre kerülő reálhozamok növelik azt. Az alacsonyabb fogyasztási kereslet erősebb dezinflációval jár, ami 2012-ben fokozatos kamatcsök-

2-2. ábra
Alternatív szcenáriók hatása GDP-előrejelzésünkre



kentést tesz majd lehetővé. A lazább monetáris kondíciók és az alacsonyabb kereslet eredőjeként az inflációs pálya összességében nagyon közel lenne az alappályához, míg a GDP növekedési üteme 2012 közepéig alatta maradna az alappályában szereplőnek.

A legfrissebb inflációs adatok abba az irányba mutattak, hogy a költségsokkok – a negatív kibocsátási rés miatt – a korábban megfigyeltnél kisebb mértékben gyűrűztek be a maginflációba. Ennek fényében az alappályában mérsékelt inflációs begyűrűzéssel, gyenge másodkörös hatásokkal számolunk, a vállalati szektor profit-helyreállítása a visszafogottabb bérezésen keresztül megy végbe. Kockázati pályánkban ezzel szemben azt feltételeztük, hogy ha nem kellően horgonyzottak az inflációs várakozások, akkor a konjunktúra várt élénkülésével párhuzamosan magasabb lehet a nominális béremelkedés, így a vállalati szektor nagyobb mértékben érvényesítheti áraiban a költségnyomást. Ebben az esetben a monetáris politika már 2011-ben érdemben szigorít, és a kamatok 2012 végére sem csökkennek vissza 6 százalékra. A vizsgált három kockázati forgatókönyv közül ez járna a legmarkánsabb inflációs következménnyel. Szimulációnk szerint a monetáris politika reakciója ellenére 2012-ben mintegy 0,5 százalékponttal lehet magasabb az infláció, mint az alappálya esetében, míg a GDP-re alig lenne hatása (2-1. és 2-2. ábra).

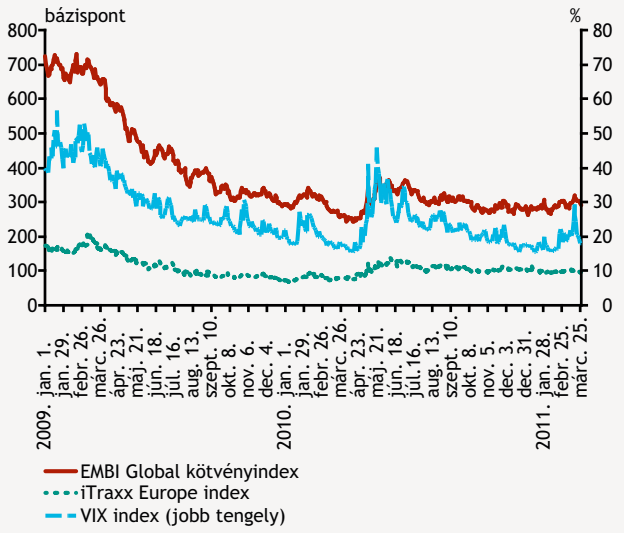
3. Pénzügyi piacok

A globális piaci hangulat alakulását alapvetően a kedvező világgazdasági növekedési kilátások, illetve az eurozónában megemelkedett szuverén kockázatok határozták meg. Ezenkívül az észak-afrikai országokban tapasztalható feszültségek és a japán földrengés kedvezőtlenül befolyásolták a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát. A feltörekvő piacokkal szembeni attitűd a kockázati felárak alakulása alapján továbbra is pozitív, ám az országok többségében lassult a tőkebeáramlás, egyes ázsiai országok esetében pedig teljesen leállt, illetve megfordult.

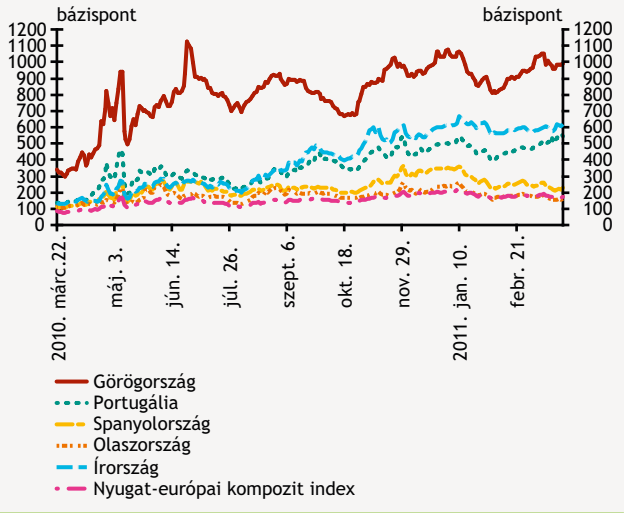
A hazai eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is szerepet játszottak. Az időszak elején hitelminősítők rontották a magyar államadósság besorolását, ez azonban nem váltott ki érdemi és tartós piaci reakciókat. A kamatemelési ciklus november végi beindulása – az egyébként is viszonylag magas kamatkülönbözetet növelve – hozzájárulhatott a külföldiek forinteszközök iránti keresletének élénküléséhez, ez azonban főleg a rövid lejáratú eszközök állományában és a forintárfolyam felértékelődésében tükröződött. Magyarország kockázati megítélése szempontjából a kormány strukturális átalakítást célzó intézkedéseire vonatkozó várakozások voltak meghatározóak. Ezzel kapcsolatban január óta felfokozott várakozás és mérsékelt optimizmus jellemezte a piacot. Év eleje óta a legtöbb kockázatifelár-mutató csökkent, a külföldiek állampapír-állománya pedig számottevően emelkedett. A március elején bejelentett átalakítások összetétele és mértéke nem tért el jelentősen a várakozásoktól, így érdemi változást nem okozott a piaci folyamatokban.

3.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

3-1. ábra
Globális kockázati indikátorok



3-2. ábra
CDS-felárak az eurozóna egyes tagállamaiban



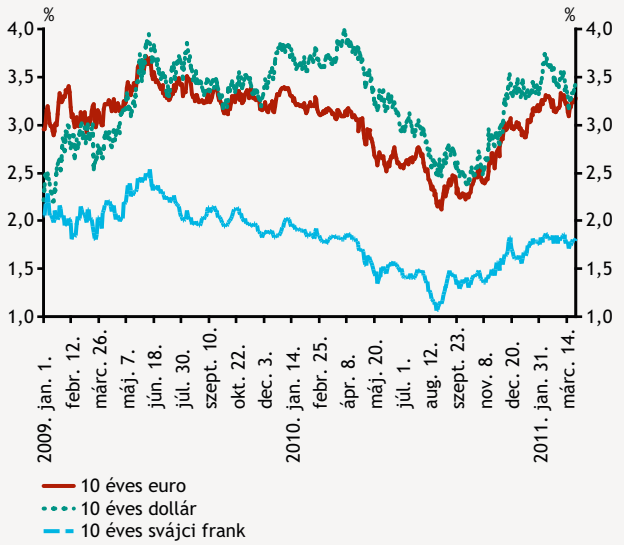
A novemberi jelentés óta eltelt időszakban a korábban megszokottnál nagyobb volatilitás jellemezte a nemzetközi pénzügyi piacokat. A befektetői hangulat ingadozásához egyrészt a kedvező világgazdasági növekedési kilátások, másrészt az eurozónában megemelkedett szuverén kockázatok járultak hozzá a legnagyobb mértékben. A fejlett és feltörekvő országok többségében folytatódott a tőzsdeindexek emelkedése, és megfigyelhető volt a vállalati hitelkockázati felárak csökkenése is (3-1. ábra). A kedvező piaci folyamatok hátterében a várakozásoknál erőteljesebb konjunktúrára utaló makrogazdasági adatok és vállalati gyorsjelentések álltak. A konjunkturális kilátások javulásának kedvezőtlen következménye, hogy gyorsuló ütemben drágulnak a nyersanyagok.

Ezzel ellentétes hatást váltott ki, hogy az eurozóna egyes tagállamaiban a fiskális politika fenntarthatóságát övező bizonytalanság a kockázati felárak emelkedéséhez vezetett. Egyes periódusokban a megnövekedett szuverén kockázatok a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát globális szinten is kedvezőtlenül befolyásolták. Ezek a folyamatok a pénzügyi piacokon megfigyelhető pozitív trendet csak átmenetileg tudták megtörni (3-2. ábra). Bár az ír és a portugál hozamfelárak december és január folyamán több hullámban számottevően emelkedtek, az eurozóna tagállamai intézményi választ adtak az adósságproblémákra az EFSF (európai pénzügyi stabilitási eszköz, European Financial Stability Facility) létrehozásával, amely egyelőre megakadályozta a szuverén adósságproblémák terjedését további országokra és pénzügyi piacokra.

A globális kockázati étvágyat ugyanakkor kedvezőtlenül befolyásolták az észak-afrikai országokban kibontakozó feszültségek és a japán földrengés gazdasági következményeire vonatkozó aggodalmak. A rendelkezésünkre álló információk alapján egyelőre nem lehet megítélni, hogy ezeknek az eseményeknek a piaci hatásai mennyire lesznek tartósak.

A feltörekvő piacokkal szembeni befektetői attitűd pozitív maradt, folytatódik a tőkebeáramlás ezekbe a régiókba. Ezzel kapcsolatban alapvetően három kockázatot érdemes

3-3. ábra
Hosszú lejáratú hozamok az USA-ban, Svájcban és az eurozónában



kiemelni, amelyek realizálódása esetén a tőkeáramlás lelassulhat, vagy iránya megfordulhat: a növekedési kilátások jelentős romlása, a monetáris politika irányultságának megváltozása és a fiskális pozíció fenntarthatóságából eredő szuverén kockázatok növekedése.

A legtöbb feltörekvő piaci jegybank a növekvő inflációs nyomás miatt kamatemeléseket hajtott végre. Egyes fejlett országok is a szigorúbb monetáris politika irányába mozdultak el. A nagyobb gazdaságok közül már csak Svájcban, Japánban, az USA-ban és az Egyesült Királyságban lehet hosszabb távon alacsony kamatra számítani (3-3. ábra). A magyar pénzügyi piacok szempontjából fontos, hogy az Európai Központi Bank a kamatemelési ciklus beindítását jelezte.

A szigorítási ciklusok azért a feltörekvő piacokon indultak be korábban, mert egyrészt itt robusztusabb a növekedés, másrészt a nyersanyagárak emelkedése nagyobb mértékben járul hozzá az inflációhoz, mint a fejlett országokban.

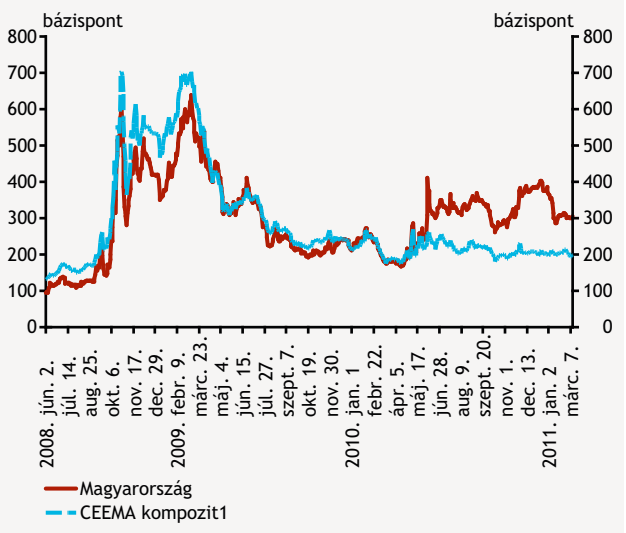
3.2. Magyarország kockázati megítélése

Magyarország kockázati megítélését az említett globális folyamatokon túl számos országspecifikus tényező is érdemben befolyásolta.

Mérsékelten negatív hatása volt annak, hogy két hitelminősítő is rontotta a magyar államadósság besorolását. A Moody's december elején Baa1-ről Baa3-ra, majd két héttel később, a Fitch BBB– szintre minősítette le a magyar államadósságot. Ezeket a lépéseket átmeneti forintgyengülés, illetve hozamemelkedés követte, ugyanakkor ezek a negatív piaci hatások nem bizonyultak tartósnak, amiben két tényező játszhatott szerepet. Egyrészről a lépések részben már be voltak árazva, maga a leminősítés ténye nem okozott meglepetést, inkább csak a Moody's kétfokozatú rontása volt váratlan. Másrészről a hírek pozitívba forduló befektetői hangulatban érték a piacokat, és a kedvező nemzetközi környezet – különösen a feltörekvő piacok felé irányuló jelentős tőkeáramlás – nagyrészt ellensúlyozhatta a negatív következményeket.

November végén megindult a kamatemelési ciklus. Az alapkamat emelése nem volt összefüggésben az ország kockázati megítélésével, de pozitívan befolyásolta a külföldiek forinteszközökkel szembeni attitűdjét. Ez leginkább a forint melletti árfolyampozíciók kiépítésében tükröződött.

3-4. ábra
A magyar és a kelet-közép-európai CDS alakulása

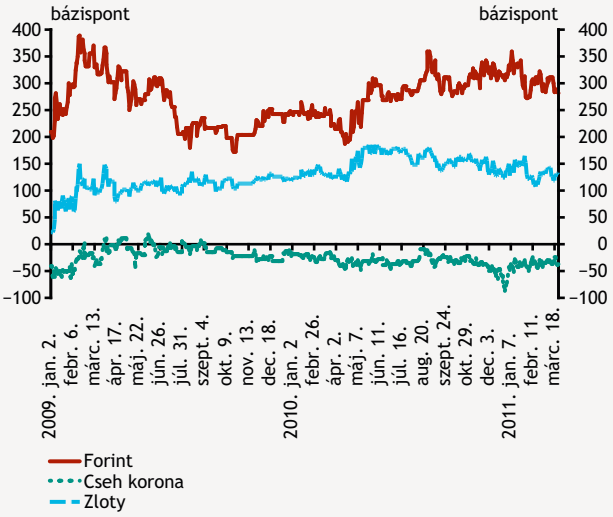


Magyarország kockázati megítélését az államháztartás strukturális átalakítását célzó intézkedések bejelentése befolyásolta a legnagyobb mértékben. Az intézkedésekre vonatkozó piaci várakozások az elmúlt hónapok folyamán fokozatosan épültek be a forinteszközök árazásába.

A március elején bejelentett átalakítások összetétele és mértéke nem tért el jelentősen a várakozásoktól, így érdemi változást nem okozott a piaci folyamatokban. A piaci szereplőknek ugyanakkor csalódást jelentett, hogy a tervezett célok eléréséhez kapcsolódó konkrét lépések egyelőre nem kerültek nyilvánosságra.

Mindezek hatására összességében november és március között az ország kockázati indikátorai javulást mutattak: az 5 éves CDS a november végi 375-ről 300 bázispont alá csökkent (3-4. ábra), 5 éves devizakötvényünk német állampapírhoz viszonyított felára 400-ról 270 bázispontra mérséklődött.

3-5. ábra
Az euróhoz viszonyított 5 év múlvai 5 éves forward kamatkülönbözet a régió országaiban

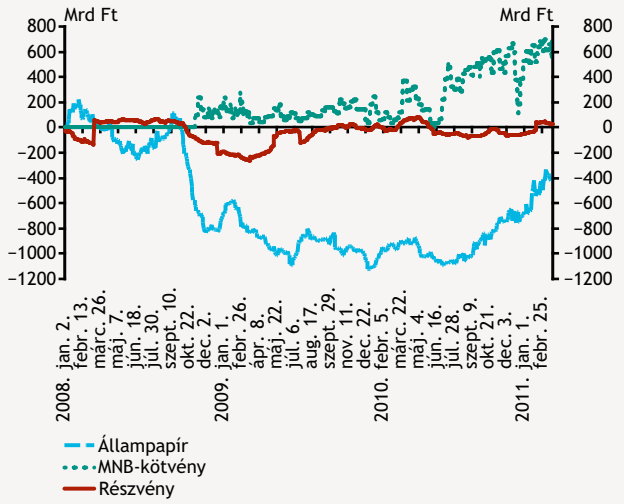


Az 5 év múlva induló 5 éves forward forinthozam is számottevő csökkenést mutatott: az eurohozamhoz viszonyított felár a november végi 330 bázispontról 310 bázispontra szűkült (3-5. ábra). Ezek a felárcsökkenések meghaladták a közép-európai országokban megfigyelhető átlagos mértéket, azaz Magyarország relatív kockázati megítélése javult.

3.3. A külföldiek forinteszközök iránti kereslete

A javuló kockázati megítélés és a feltörekvő piacokkal szembeni általánosan pozitív befektetői attitűd a forinteszközök iránti kereslet növekedését eredményezték. A legszembetűnőbb emelkedés a külföldiek államkötvény-keresletében következett be. Mindezt a forint euróval szembeni árfolyamának folyamatos erősödése kísérte.

3-6. ábra
Külföldiek forinteszközök iránti kereslete



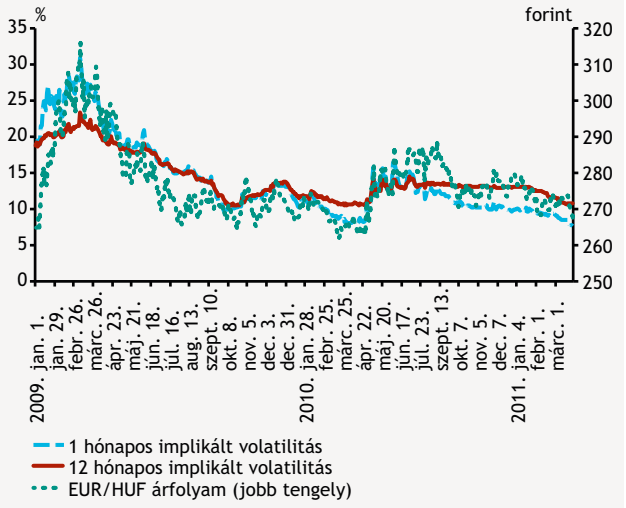
A külföldiek tulajdonában lévő állampapírok állománya szokatlanul nagy mértékben emelkedett. November vége óta a nem rezidensek több mint 350 milliárd forint értékben vásároltak állampapírokat. A diszkontkincstárjegyek iránti érdeklődésük mérsékelt volt, MNB-kötvény-állományuk pedig jelenleg a novemberivel megegyező szinten van (3-6. ábra). Az állampapír-vásárlások nagy része aukciókhoz kapcsolódott, ez az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) kibocsátásainak jelentős túljegyzésében is tükröződött. Míg 2010 első 10 hónapjában a kötvényaukciókon átlagosan kétszeres, az utóbbi 4 hónap aukcióin átlagosan két és félszeres fedezettség mellett került sor a kibocsátásokra, több alkalommal megemelt összeggel.

A külföldiek megnövekedett állampapír-kereslete érdemben hozzájárulhatott a másodpiac likviditásának javulásához is. A piac likviditása a válság előtti szintre került. A piaci forgalom januártól jelentősen megemelkedett, a bid-ask szpredek szűkültek, az ügyletek száma és az egyes ügyletek méretei növekedtek.

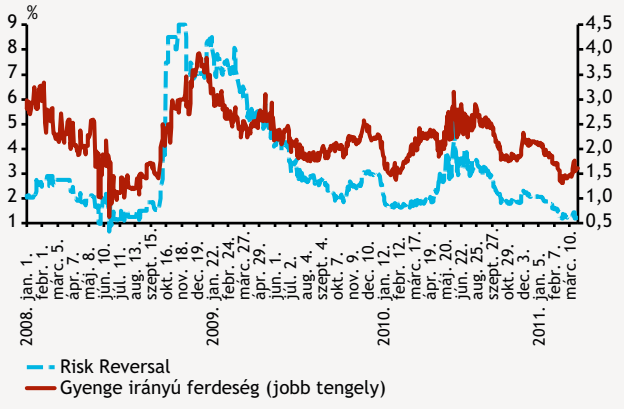
A külföldi szereplők hosszú lejáratú államkötvények vásárlása mellett rövid lejáratú pénzügyi instrumentumokon keresztül is növelték Magyarországgal szembeni kitettségüket. A magyar bankrendszer devizalikviditás-kezelése szempontjából meghatározó jelentőségű FX-swapügyleteken keresztül a külföldi szereplők devizakihelyező ügyletei fokozatosan futottak ki. Ezzel ellentétes irányú, forintkihelyező ügyleteik december folyamán csökkentek, január közepétől azonban számottevően emelkedtek. A külföldiek nettó FX-swapállománya most a november végi szinten van.

3.4. Devizapiaci folyamatok

3-7. ábra
EUR/HUF árfolyam és implikált volatilitás



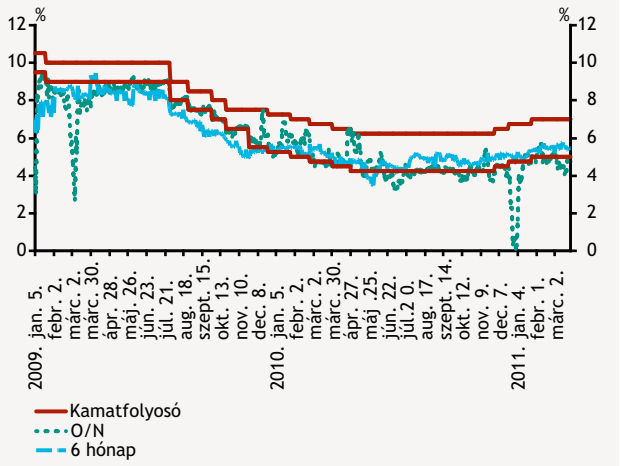
3-8. ábra
Az EUR/HUF árfolyam-várakozások ferdesége



A devizapiacon az árfolyam erősödése mellett az opciókból számított implikált volatilitás is érdemben mérséklődött. Egy hónapos horizonton a novemberi 10,5-ről 8,5 százalékra, egyéves horizonton 13-ról 10,7 százalékra (3-7. ábra). Emellett az is megfigyelhető volt, hogy a várt árfolyam becsült eloszlásának gyengülés irányába mutató ferdesége is számottevően csökkent (3-8. ábra). Újdonságot jelent az az utóbbi hónapokra jellemző tendencia, hogy az árfolyam erősödésével párhuzamosan a gyenge irányú ferdeség mérséklődik. Korábban ez a két érték általában ellentétes irányba mozgott, jelezve egy, a befektetők által feltételezett implicit árfolyamsávot. A jelenség kialakulásához az is hozzájárult, hogy a piacon a kormányzati strukturális intézkedésekre vonatkozó várakozások fokozódásával az opciós piacon is forinterősödésre irányuló stratégiák épültek ki. Az opciókon keresztül történő pozíciófelvételek kedvezően befolyásolták a piac likviditását is: az átlagos piaci forgalom az utóbbi hónapokban meghaladta az előző két év átlagát.

A magyar pénzügyi piacokon megfigyelhető, alapvetően kedvező folyamatok ellenére december végén az FX-swappiacon átmeneti feszültségek keletkeztek. 2010 utolsó két hetében az FX-swappiacon súlyos zavarokat okoztak a külföldi szereplők év végi forinteszköz-eladásai. Az egynapos lejáraton az MNB swapeszközeinek igénybevételére is sor került. A piaci zavarok elsősorban az O/N és T/N futamidejű kötésekben és jegyzésekben mutatkoztak, ahol a csökkenő bid oldali swappontjegyzések a második hét közepétől negatívba fordultak. A feszültségek a két hét alatt végig az USD/HUF piacon jelentkeztek erőteljesebben, azonban a piaci zavarok kisebb intenzitással ugyan, de az EUR/HUF részpiacra is átterjedtek. A külföldiek MNB-kötvényállománya ebben az időszakban számottevően csökkent. A felszabaduló forintlikviditás jelentős részét átváltották devizalikviditásra az O/N FX-swappiacon, és ez vezetett az implikált hozam csökkenéséhez (3-9. ábra). Január első napjaiban, a mérleg fordulónapját követően az érintett külföldi szereplők visszaépítették MNB-kötvényállományukat, ezzel párhuzamosan az FX-swappiacon is devizakínálattal léptek fel. Így az implikált hozamok visz-

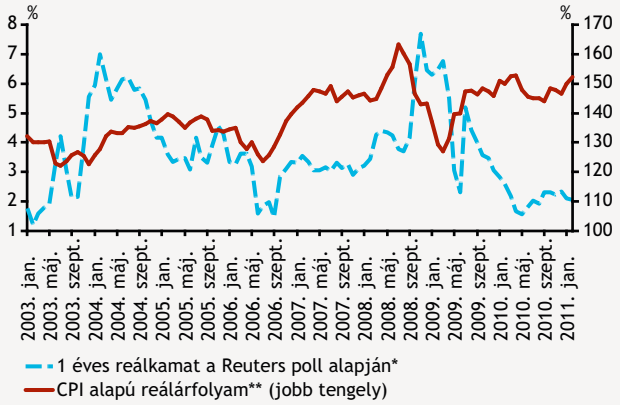
3-9. ábra
Az FX-swappiacok implikált forinthozamainak alakulása



szatértek a korábban megszokott szintre. Ezek az események felhívják a figyelmet arra, hogy az FX-swappiacon továbbra is előfordulhatnak feszültségek, amelyek azonban tapasztalataink szerint a bankközi forintkamatokban nem jelennek meg, így nem befolyásolják a transzmissziót.

3.5. Monetáris kondíciók

3-10. ábra
Az előre tekintő reálkamatláb és a reálárfolyam alakulása



** Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján.*
*** Az árfolyam havi leértékelődése az euróhoz képest (2001. áprilisig a havi leértékelési ütem), korrigálva az adott hazai inflációs mutatóval és az EU harmonizált inflációjával (1997. jan. 1.=100%, a növekedés felértékelődést jelent).*

Az elmúlt hónapokban a monetáris kondíciók csak kismértékben változtak. A reálárfolyam és a reálkamat eltérő dinamikát mutatott. Az alapkamat emelkedése mellett az 1 éves reálkamat némileg csökkent, amit döntően az inflációs várakozások emelkedése okozott. Az 1 éves nominális hozam lényegében nem tér el a november végi szinttől (3-10. ábra).

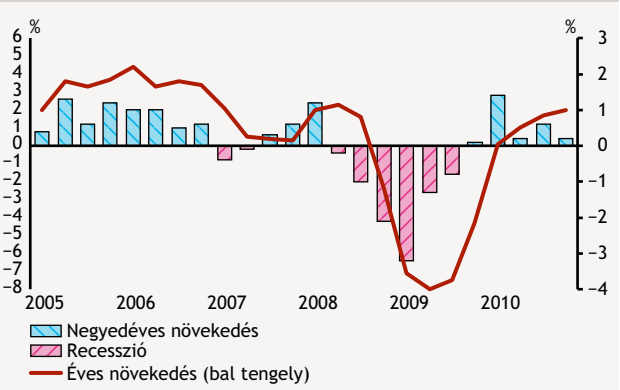
Az euro/forint reálárfolyam 2010 közepe óta tartó felértékelődése folytatódott. A felértékelődés alapvetően a nominális árfolyam erősödésének volt köszönhető, de kismértékben az eurozóna és Magyarország inflációs rátáinak alakulása is hozzájárult. Az utolsó három hónapban Magyarországon számottevően magasabb volt az infláció, mint az eurozónában.

4. Makrogazdasági helyzetértékelés

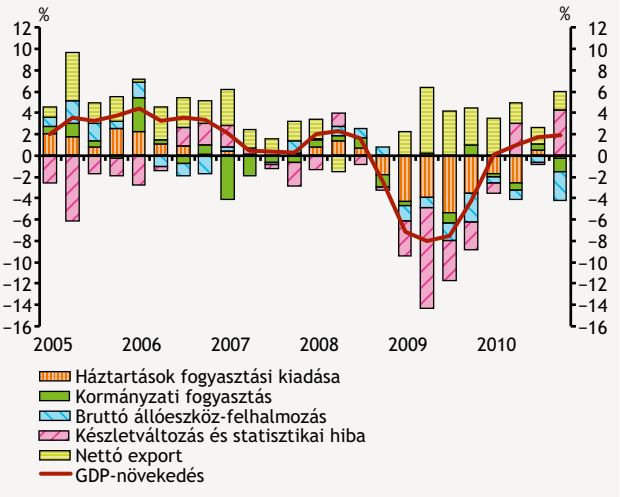
4.1. Aggregált kereslet

A hazai gazdasági kilábalás 5 negyedéve tart a 2008–2009-es évek mély recessziója követően. A keresleti környezet érzékelhető javulása egyelőre csak az exportban érzékelhető, miközben a főbb belföldi keresleti komponensek 2010 második felére érhették el mélypontjukat. A lassú javulást mutató munkapiaci környezet, a változatlanul szigorú hitelfeltételek és a nyersanyagár-emelkedés miatt magas szinten ragadó infláció miatt a belső kereslet rövid távon csak enyhe javulást mutathat, így a kilábalási folyamatot a következő hónapokban is az erős növekedést mutató exportértékesítések vezethetik.

4-1. ábra
A magyar GDP változása
(2005–2010)



4-2. ábra
A hazai éves GDP-változás szerkezete
(2005–2010)



2010 második felében folytatódott a magyar gazdaság recesszióból történő lassú kilábalása. A tavalyi év végén a bruttó hazai termék közel 2 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, ám a negyedéves összehasonlításban mért csekély (0,2 százalékos) bővülés változatlanul a folyamat törékenységére utal (4-1. ábra). Fontos megjegyezni ugyanakkor, hogy a gyenge utolsó negyedévi növekedési teljesítményhez számos egyedi tényező (pl. év végi prémiumkifizetések 2011 elejére történő áttolása) is hozzájárult, így ezen hatások korrekciója a következő negyedévekben a növekedés érdemi gyorsulása irányába hathat.

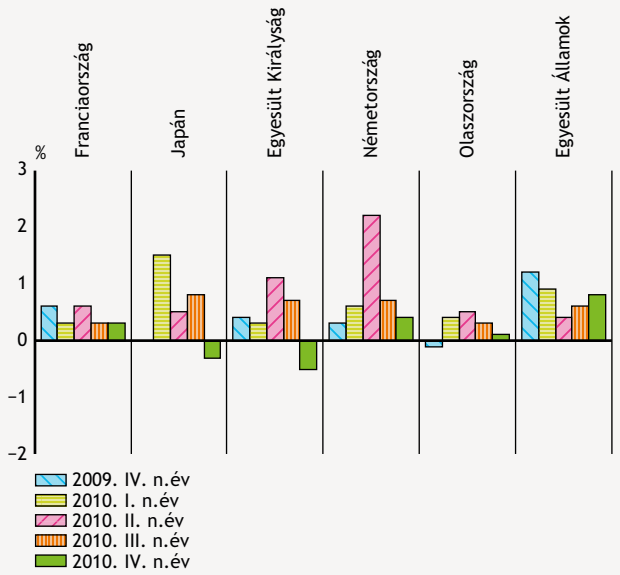
A GDP növekedését – mint 2009 eleje óta minden negyedévben – továbbra is az erős külső keresleti környezetben dinamikus bővülést mutató exportértékesítés okozta.

Bár a belföldi kereslet változatlanul visszafogott, ám a tavalyi év második felében már elérhette mélypontját, és így egyre kevésbé fogta vissza a hazai gazdasági kibontakozást. A magas munkanélküliség és a változatlanul szigorú hitelfeltételek mellett a háztartások és vállalatok beruházási és fogyasztási célú kiadásai továbbra is alacsonyak. Csupán a válság időszakában gyors csökkenést mutató készletek újbóli feltöltése okozott egy-egy negyedévben érzékelhető keresleti elmozdulást (4-2. ábra).

4.1.1. KÜLSŐ KERESLET

A globális konjunkturális környezet tovább javult az elmúlt év második felében. A növekedést változatlanul a gyakran két számjegyű bővülést is felmutató fejlődő gazdaságok húzzák. Bár a fejlett gazdaságokban a kilábalás az elmúlt év utolsó hónapjaiban némileg gyengült, de összességében ezen országcsoportban is stabilizálódhat a növekedés (4-3 ábra).

4-3. ábra
Negyedéves GDP-változás a világ fejlett régióiban

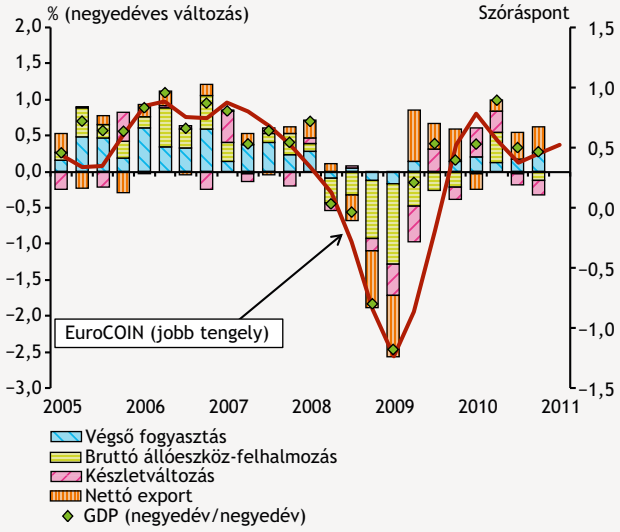


A fejlett gazdaságok kibocsátásának növekedése egyelőre nem eredményezett érdemi javulást a válság időszakában érzékenyen érintett foglalkoztatási helyzetben. A munkanélküliség magas szinten ragadt, és jelenleg is lényegesen meghaladja a válság előtti évekre jellemző értékeket (egyetlen kivételt Németország jelent).

A bankrendszer kockázatvállalási hajlandósága alacsony, így a szigorú hitelfeltételek változatlanul korlátot jelentenek a háztartások és a vállalatok fogyasztási-beruházási döntéseiben. Emellett a válság éveiben meghozott gazdaságélénkítő kormányzati intézkedések hatásai fokozatosan kifutottak, és helyettük a következő években már a költségvetések fenntarthatóságát megteremtő kiigazítási lépések kaphatnak prioritást.

Bár az említett hatások a fejlett világ gazdaságait általánosságban jellemzik, a kilábalás sebességében ezen országcsoporton belül is érzékelhető eltéréseket tapasztalhatunk. Az amerikai gazdaság növekedése az aktuális recessziót követően is dinamikusabbnak bizonyul, miközben néhány – jelentős adósságállománnyal rendelkező gazdaság esetében – 2010 végén enyhe, részben átmeneti okok miatt bekövetkező lassulás volt jellemző.

4-4. ábra
Az euroövezet GDP-alakulása és a EuroCOIN* indikátor
(2005–2010)



** A EuroCOIN az eurozóna GDP-növekedési trendjével együtt mozgó havi indikátor. A mutatót a CEPR gazdaságkutató intézet számítja havi makrogazdasági adatokból, dinamikus faktormodell segítségével (http://eurocoin.cepr.org/).*

Az eurozónában a növekedés motorját a német gazdaság és a német exportszektor jelenti, de az utóbbi negyedévekben már a nagyobb gazdaságok belföldi fogyasztása is enyhén nőtt. A főbb európai bizalmi indikátorok az év elején historikusan is magas szintre emelkedtek, ami változatlanul optimista gazdasági hangulatra utal. Ezzel összhangban a rövid távú indikátorok alapján főbb külkereskedelmi partnereink az idei év elején is erős keresletet támaszthatnak a magyar export iránt (4-4. ábra).

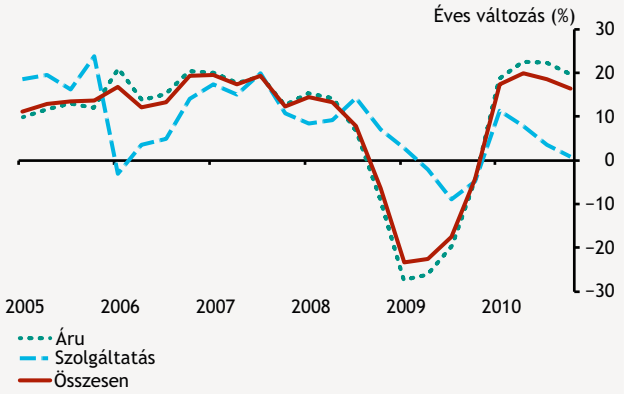
Az optimista rövid távú kilátások ellenére maradtak fenn kockázatok a globális konjunktúra alakulását illetően. A tartósan magas olajárak az olajimportőr gazdaságok növekedési potenciálját mérsékelhetik, ezenkívül további kockázatot jelenthetnek a magas élelmiszerárak miatt számos országban kirobbanó társadalmi feszültségek, illetve a Japánt sújtó természeti katasztrófa is.

A kelet-közép-európai régió gazdaságait a kilábalás periódusában is az európai átlagnál dinamikusabb bővülés jellemzi, így a gazdasági felzárkózás – a válságot megelőző éveknél lassabb ütemben, de – a következő években is tovább folytatódhat.

4.1.2. HAZAI KÜLKERESKEDELEM

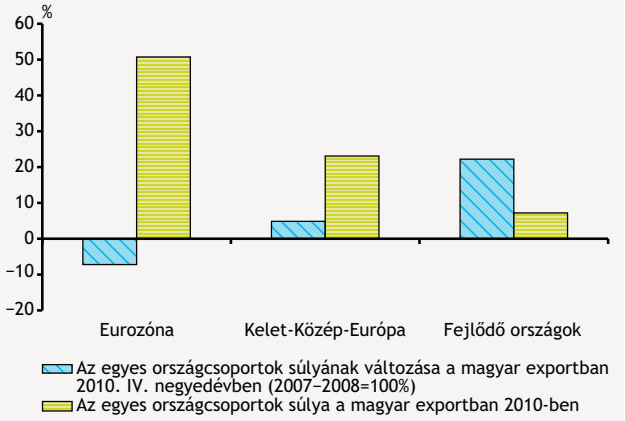
A külső keresleti környezet javulásával összhangban a hazai exportszektor termékei iránti kereslet is folyamatosan

4-5. ábra
A hazai export növekedése
*(2005–2010, euro alapon)**

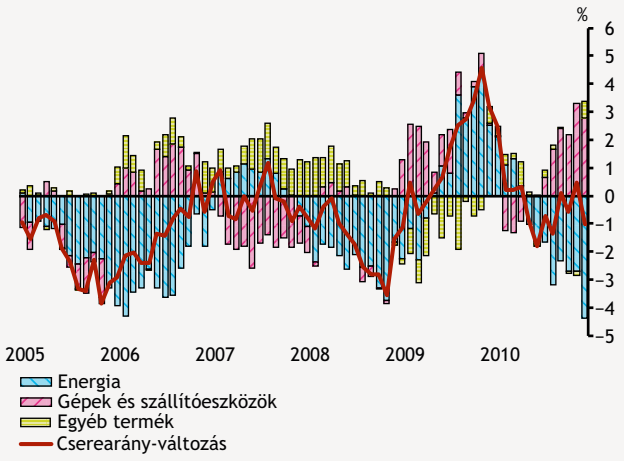


** 2010. IV. negyedévére előzetes adatok.*
Forrás: fizetésimérleg-statisztika.

4-6. ábra
A magyar export változása célországok szerint



4-7. ábra
A cserearány éves változása



növekedett az elmúlt negyedévekben. Az export éves bővülése tavaly már megközelítette a válság előtt tapasztalt erős dinamikát. Az export gyorsulása döntően az áruértékesítések esetében jelentkezett, miközben a szolgáltatásexportunkat alacsonyabb növekedés jellemzi (4-5. ábra).

A gyorsan növekvő fejlődő gazdaságokba irányuló exportértékesítések a válság időszakában közel 40 százalékkal emelkedtek. Így a fejlődő (ázsiai és dél-amerikai) gazdaságok kereslete közvetlenül is élénkítette a hazai kivitelt, ám a globális konjunktúra hatásai továbbra is döntően közvetve, a fejlett európai gazdaságokba irányuló gazdasági kapcsolatokon keresztül jelentkeztek (4-6. ábra).

A hazai gazdaság importigényében az exportéhoz hasonló elmozdulásokat tapasztalhattunk. Az import növekedése döntően az exporttermeléshez köthető, de a visszafogott belföldi kereslet következtében az import dinamikája folyamatosan elmaradt az export bővülésétől. Összességében a reálgazdasági egyenleget az elmúlt negyedévekben is a válság időszakában kialakult magas szufficit jellemezte. Figyelembe véve az exportpiacainkon várható kedvező rövid távú kilátásokat, illetve a belföldi kereslet lassú és törékeny kibontakozását, a jelenség a következő negyedévekben is jellemző maradhat. A növekedés legfontosabb tényezője továbbra is az export lehet.

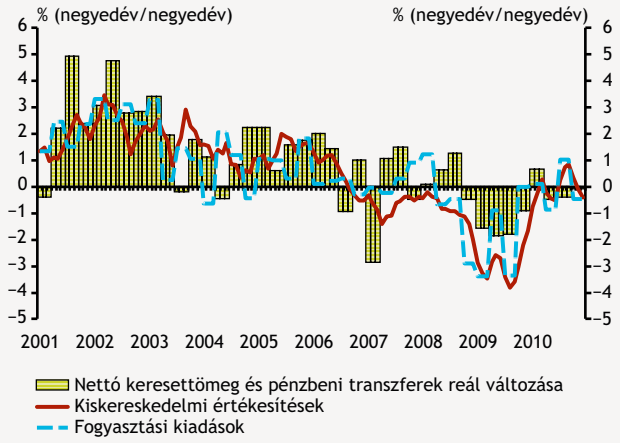
Mivel a magyar gazdaság az energiahordozók esetében nettó importőr, az energiaárak cserearányrontó hatása már rövid távon is jelentkezett. A gépipari termékek külkereskedelmi árainak kedvező változásai egyelőre azonban ellensúlyozták ezt a hatást (4-7. ábra). A javuló gépipari cserearányban szerepe lehetett több feldolgozóipari ágazat javuló konjunkturális helyzetének. Érdemi egyedi hatások is jelentkezhettek, amelyek megváltoztatták a külkereskedelem termékszerkezetét, befolyásolva ezzel az átlagos export- és importárakat (ilyen hatás lehetett például a Samsung bizonyos gyártókapacitásainak Szlovákiából Magyarországra telepítése).

Míg a javuló gépipari cserearány a nagyrészben külföldi tulajdonú feldolgozóipari exportőrök helyzetét érinti kedvezően, addig a dráguló energiaimport a hazai fogyasztók széles körét sújtja. Így a cserearány elmúlt negyedévekben megfigyelt alakulása összességében kedvezőtlenül érinthette a belföldi keresletet.

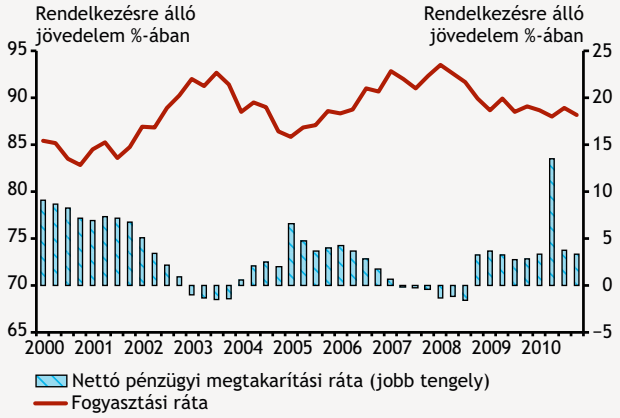
4.1.3. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

Az év közepén tapasztalt élénkülést követően a tavalyi év utolsó hónapjaiban ismét enyhe visszaesés jellemezte a háztartások fogyasztási keresletét. A kiskereskedelmi for-

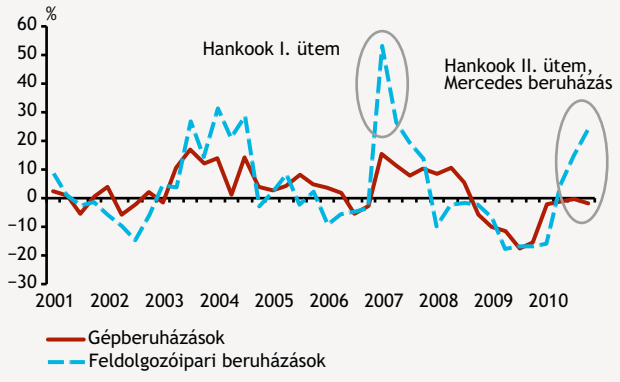
4-8. ábra
Kiskereskedelmi értékesítések, lakossági fogyasztás és jövedelem
(2001–2010)



4-9. ábra
A háztartások fogyasztási és nettó pénzügyi megtakarítási rátája
(2000–2010)



4-10. ábra
Nemzetgazdasági gépberuházások és a feldolgozóipar beruházásai
(2001–2010, év/év)



galom és fogyasztási adatok év végi csökkenése arra utal, hogy a válság időszakát követően a fogyasztási kereslet élénkülése elhúzódó és lassú folyamat lehet (4-8. ábra).

A háztartások fogyasztási döntéseit legerősebben befolyásoló jövedelmi folyamatok a megelőző évhez képest 2010-ben fokozatosan javultak. A javuló jövedelmi helyzethez hozzájárult az őszi hónapokig lassuló infláció, a csökkenő munkavállalói adóterhek és az év közepén a mélypontján túllendülő foglalkoztatási mutatók is. Az év utolsó hónapjaiban ez a javuló trend több változó esetében is megtört. A részben átmeneti okok (prémiumkifizetések átütemezése a következő évre) miatt alacsony év végi bérkifizetések és az ismételten gyorsuló infláció mérsékelte a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének reálértékét, miközben az erősödő svájcifrank-árfolyam csökkentette a devizahitellel rendelkező háztartások fogyasztásra fordítható forrásait.

A személyi jövedelemadó-terhek idei csökkentése és a 2010-ről az idei év első hónapjaira áttolt prémiumok kifizetése 2011 első hónapjaiban a kereslet újbóli élénkülése irányába hatnak, azonban ennek dinamikája változatlanul visszafogott maradhat.

A háztartások viselkedése a válság időszakában lényegesen megváltozott. Az óvatossági megfontolások erősödése érezhetően csökkentette a fogyasztási, illetve beruházási rátát, és ezzel párhuzamosan növelte a megtakarítási hajlandóságot. Ez az elmozdulás az elmúlt év második felében is jellemző maradt (4-9. ábra).

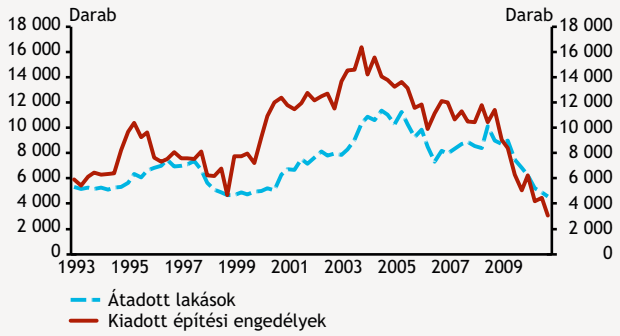
4.1.4. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A vállalatok és háztartások beruházási keresletét az elmúlt év egészében jelentős visszaesés jellemezte.

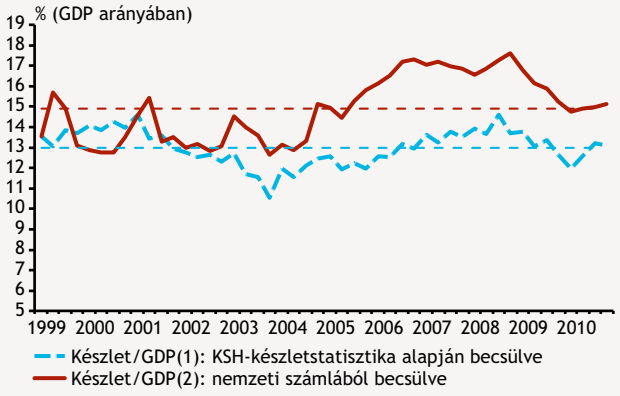
A vállalatok esetében csak néhány – döntően a feldolgozóiparban a terveknek megfelelően megvalósuló – beruházás jelentett érdemi kapacitásnövekedést, ezt leszámítva az ágazatok széles körét visszafogott beruházási aktivitás jellemezte. A szigorú hitelfeltételek mellett a vállalatok a kilátások lassú javulására új beruházások helyett egyelőre meglévő kapacitásaik aktívabb kihasználásával reagálnak (4-10. ábra).

A lakáspiaci folyamatok általában jelentős késéssel reagálnak a makrogazdasági konjunktúra elmozdulására. A lakáspiacot jellemző mutatók az elmúlt negyedévekben is folyamatosan romlottak, és ebben a kiadott építési engedélyek száma alapján a következő negyedévekben sem számíthatunk pozitív elmozdulásra. A bizonytalan munkaerő-piaci környezetben és a bankrendszer gyenge lakosságihitel-aktivitása mellett a háztartások hosszabb ideig elhalaszt-

4-11. ábra
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma
(1993–2010)

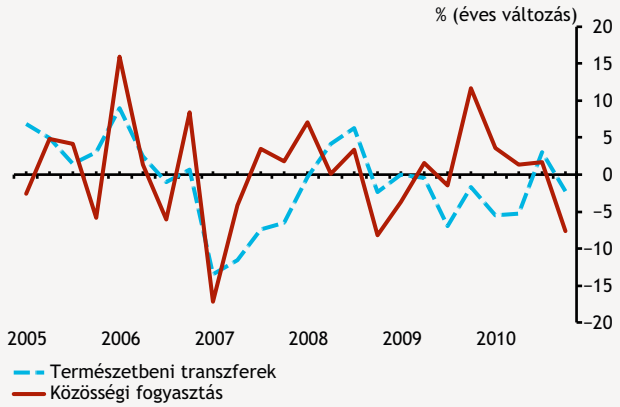


4-12. ábra
Nemzetgazdasági készletek a GDP arányában
(1999–2010)



Szaggatott vonal=historikus átlag.

4-13. ábra
A kormányzati fogyasztás változása
(2005–2010)



hatják lakáscélú beruházásaikat. A folyamatot tovább lassíthatja a bankrendszer tulajdonában lévő nemteljesítő jelzáloghitelek mögötti fedezetek fokozatos piacra vezetése is (4-11. ábra).

4.1.5. KÉSZLETFELHALMOZÁS

A válság időszakában a termelés gyors csökkenését a vállalati készletek fokozatos leépítése követte. A konjunktúra fordulatával összhangban az elmúlt negyedévekben – elsősorban a feldolgozóipari készletek növekedésének köszönhetően – a nemzetgazdasági készletekben is véget ért a csökkenés, ám a készletek újbóli felépülését egyelőre nem tapasztaltuk. Az óvatos készletezési viselkedéshez a gyenge vállalatihitel-környezet és a törékeny belföldi keresleti kilátások is hozzájárulhatnak, így rövid távon a készletek újbóli feltöltéséhez köthető érdemi keresleti hatásra egyelőre nem számíthatunk (4-12. ábra).

A negyedik negyedévben a készletváltozás és egyéb nem specifikált felhasználás tétel kiugró mértékben járult hozzá a hazai növekedéshez. Ennek oka azonban nem a készletezési viselkedés megváltozása, hanem a GDP mérését felhasználási oldalról jellemző bizonytalanságok növekedése volt. A tétel jelentős növekedési hozzájárulása felhívja a figyelmet a fontosabb felhasználási tételek jelentős mérési bizonytalanságaira, amit várhatóan a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) utólagos revíziói fognak feloldani.

4.1.6. KÖZVETLEN ÁLLAMI KERESLET

Az állam közvetlen fogyasztási keresletét az elmúlt évben erős heterogenitás jellemezte. Az állami foglalkoztatási programok fokozatos bővítése a közösségi fogyasztást növelte, miközben az központi szerveknél és önkormányzatoknál megvalósított folyamatos kiadáscsökkentés az egyéb kormányzati fogyasztást csökkentette. Az év második felében a természetbeni transzferekben megfigyelt erős növekedés egyrészt bázishatás, másrészt az egyes ágazatok (főleg egészségügy) finanszírozásában jelentkező feszültségek utólagos rendezésének eredménye lehet (4-13. ábra).

4-1. keretes írás
Nemzetiszámla-revíziók hatása

A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) 2010 novemberében publikálta Magyarország nemzeti számláinak legújabb kiadványát, amely az 1995–2009 közötti időszak összehasonlító adatait tartalmazza. A márciusi inflációs jelentésben már a revideált információs halmazon készítettük el az előrejelzést. Az alábbiakban a GDP-statisztikát érintő legfontosabb változtatásokat mutatjuk be.[7]

A publikált adatrevízió részben a szokásos, korábbi évekre vonatkozó adatellenőrzéseket követő javításokból, részben módszertani fejlesztésekből ered, amikből három gyakorolt számottevő hatást a GDP-re és tételeire:

- A FISIM- (pénzközvetítői szolgáltatások közvetett módon mért díja) felhasználók körét szűkítették, ami során a befektetési alapok és a nem rezidens pénzügyi szervezetek kikerültek a korábbi körből. További változás, hogy a folyó áras hitel- és betétállományok a pénzügyi szolgáltatások fogyasztói(rész)ár-indexe helyett a teljes körű fogyasztói árindexszel kerültek deflálásra. A FISIM-számításból eredő változtatások egészen 1995-ig visszamenőleg módosítják a GDP értékét.

- Az EU intervenciós gabonafelvásárlásához kapcsolódóan változás, hogy a termelési számlán került elszámolásra a terméktámogatás teljes értéke, illetve a készletek tárolási költsége.

- Változtatás történt továbbá a külkereskedelmi áruimport esetében. Mivel a GDP becslése elsősorban a termelési oldal alapján történő számításokon alapul, az ún. cif/fob[8] korrekcióval kapcsolatos változtatások nincsenek közvetlen hatással a GDP értékére (a két oldal konzisztenciáját a statisztikai eltérés korrekciójával biztosította a KSH).

4-1.táblázat
A főbb GDP-felhasználási tételek éves növekedési üteme

	Háztartások fogyasztási kiadása		Közösségi fogyasztás		Bruttó állóeszköz-felhalmozás		Export		Import		GDP	
revízió	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után
1996	–3,5	–3,5	–3,5	–3,4	3,8	3,8	11,1	11,1	9,1	9,0	1,0	0,7
1997	1,6	1,6	0,1	0,4	6,5	6,5	20,9	21,0	22,3	22,2	4,3	3,9
1998	4,3	3,7	0,5	–0,3	11,5	11,5	16,5	16,5	22,9	22,9	5,2	4,8
1999	6,4	6,3	2,8	2,4	6,0	6,0	11,1	11,1	12,3	12,3	4,2	4,1
2000	4,1	4,1	0,2	0,5	7,2	7,2	19,7	19,7	18,0	18,0	4,9	4,9
2001	6,6	6,6	0,9	1,4	4,7	4,7	8,1	8,0	5,3	5,4	4,1	3,8
2002	10,8	10,9	5,5	5,3	10,5	10,5	3,9	3,8	6,8	6,7	4,4	4,1
2003	8,4	8,7	4,1	4,0	2,1	2,1	6,2	6,2	9,3	9,3	4,3	4,0
2004	3,0	3,0	–0,1	–0,3	7,9	7,9	15,0	15,0	13,7	14,3	4,9	4,5
2005	3,2	3,2	–0,1	0,0	5,7	5,7	11,3	11,3	7,0	7,1	3,5	3,2
2006	1,9	2,1	4,9	4,7	–3,6	–3,2	18,6	18,6	14,8	14,8	4,0	3,6
2007	0,3	0,2	–4,3	–4,2	1,6	1,7	16,2	16,2	13,3	13,3	1,0	0,8
2008	–0,5	0,5	–0,3	0,1	0,4	2,9	5,6	5,7	5,7	5,8	0,6	0,8
2009	–7,6	–8,1	1,0	2,2	–6,5	–8,0	–9,1	–9,6	–15,4	–14,6	–6,3	–6,7
Átlag	**2,8**	**2,8**	**0,8**	**0,9**	**4,1**	**4,2**	**11,1**	**11,0**	**10,4**	**10,5**	**2,9**	**2,6**

[7] A változtatások részletes leírása megtalálható a KSH legfrissebb vonatkozó kiadványában: http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xftp/idoszaki/monsz/monsz0709.pdf.

[8] Cif.: az áru piaci értéke az importáló ország vámhatárán, beleértve az árunak a vámhatárig történő szállításával kapcsolatos költséget és a szállítás alatti biztosítást.
Fob.: az áru piaci értéke az exportáló ország vámhatárán, beleértve az árunak a vámhatárig történő szállításával kapcsolatos költséget és a szállítás alatti biztosítást.

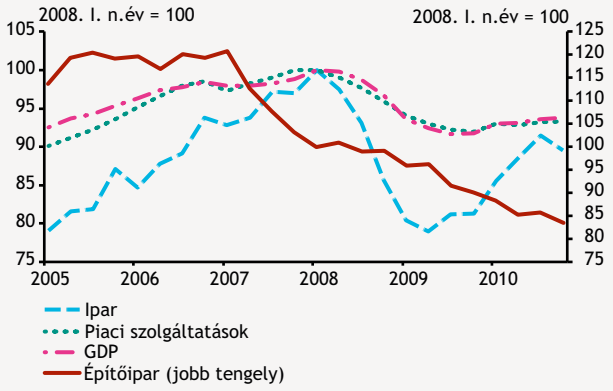
Az adatrevíziók és a módszertani fejlesztések hatására a magyar gazdaság átlagos növekedési üteme 1996–2010 között mintegy 0,3 százalékponttal csökkent. Mivel a revízió hosszabb időszak átlagában megfigyelhető, így nemcsak az adott évek növekedési ütemét, de a magyar gazdaság potenciális növekedési ütemét is mérsékelték. Az elmozdulások a GDP belső tételeit kevésbé érintették, döntően a készletváltozás és az egyéb nem specifikált felhasználás növekedési hozzájárulásait mérsékelték.

Jelentősebb szerkezeti változások csak a 2008-as és 2009-es években láthatók. 2008-ban 1 százalékponttal javult a lakossági fogyasztás, és jelentős mértékben revideálódott az állóeszköz-felhalmozás idősora is. 2009-et tekintve a fogyasztás és beruházás esetében a 2008-as kedvezőbb bázis is hozzájárulhatott az éves teljesítmény romlásához, míg a külkereskedelem esetében csökkent a nettó export, a közösségi fogyasztás volumenindexe pedig felfelé revideálódott.

4.2. Termelés és potenciális kibocsátás

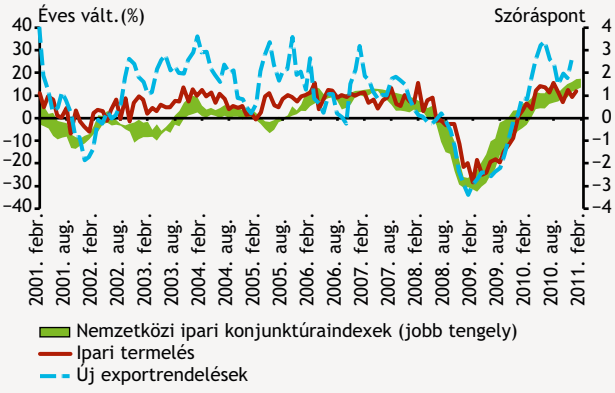
A nemzetgazdasági kibocsátás 2010 végén kismértékben nőtt. A belföldi és külföldi kereslet kettőssége a termelési folyamatokat is meghatározza. Az ipari termelés 2009 eleje óta töretlenül növekszik, miközben a szolgáltatások teljesítménye összességében stagnál. Az építőipar kibocsátását folyamatos visszaesés jellemzi. Az elmúlt évek pénzügyi válsága a folyó termelés mellett a gazdaság termelési potenciálját is érzékenyen érintette, így a következő években a gazdaság potenciális növekedését – a globális folyamatokhoz hasonlóan – csak a válság előtti ütemnél lassabb dinamika jellemezheti.

4-14. ábra
A GDP és a versenyszféra fő ágazatainak hozzáadott értéke*
(2005–2010)



** Láncindexált volumenek. A GDP piaci áron, az ágazati hozzáadott értékek pedig alapáron számítottak.*

4-15. ábra
Az ipari konjunktúra indikátorai*
(2001–2011)



** Az ipari bizalmi indexek sávját az EABCI-, az Ifo- és az OECD CLI-indexek normalizált értékeiből képeztük. Az új exportrendelések idősora háromhavi mozgóátlag.*

A nemzetgazdasági kibocsátás 2010 utolsó negyedévében csekély mértékben, de tovább növekedett (4-14. ábra). A bruttó hazai termék 0,2 százalékkal emelkedett a megelőző negyedévhez képest. Az év végi, döntően átmeneti tényezőknek köszönhető megtorpanás ellenére, 2010 folyamán az élénk külpiaci keresletnek köszönhetően stabilan bővült az ipar kibocsátása. Ugyanakkor a belföldi kereslettől függő ágazatok teljesítménye visszafogottan alakult.

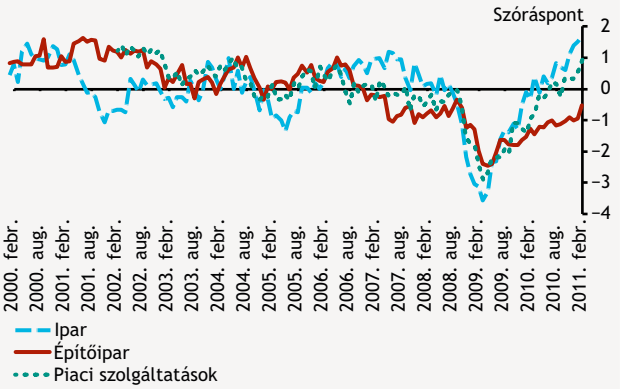
Az adatok értékelését nehezíti, hogy a negyedik negyedévben már befizetésre kerültek az egyes ágazatokat terhelő különadók, amelyek az érintett ágazatok alapáras hozzáadott értékét is csökkentik. Ezek hatását kiszűrve a szolgáltatószektorok kibocsátása kissé kedvezőbben alakulhatott az év végén. A versenyszféra kisebb ágazatai közül az építőipart tartós visszaesés jellemzi, miközben a mezőgazdaság teljesítménye 2010 folyamán végig gyenge volt a kedvezőtlen időjárás miatt.

Bár a bruttó hazai termék öt negyedév óta folyamatosan emelkedik, továbbra is lényegesen elmarad a válság előtti csúcspontjától. Az ipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke 2010 utolsó negyedévében lényegesen alacsonyabb, mint 2008 elején. Ám a két szektor termelésének dinamikája jelentősen eltér. A jellemzően nagyobb ciklikus ingadozásokat mutató ipar közel 20 százalékos visszaesés után folyamatosan élénkül. Ezzel szemben a szolgáltatószektorokban elhúzódó stagnálás figyelhető meg.

Az ipari termelés gyors ütemű növekedése 2011 elején is fennmaradhatott (4-15. ábra). A bizalmi indexek a nemzetközi ipari konjunktúra folytatódására utalnak. A magyar ipar új exportrendelései is jelentősen bővültek 2010 utolsó hónapjaiban. Ezzel szemben az ipari belföldi értékesítések a negyedik negyedévben csökkentek. Ez arra utal, hogy az ágazaton belül érdemben eltérhet az exportorientált és a belföldi keresletre termelő vállalkozások helyzete.

Decemberben átmenetileg fékeződött a termelés bővülése, ami jórészt egyedi hatásokra vezethető vissza. Egyrészt a kedvezőtlen időjárás zavarokat okozhatott a nemzetközi kereskedelemben, másrészt az év végi szabadságolások ütemezése is eltérhetett a megszokottól (mivel az ünnepnapok hétvégére estek). Januárban e hatások kifutottak, így a termelés dinamikája ismét számottevően élénkült.

4-16. ábra
A versenyszféra ágazatainak ESI-bizalmi indexei*
(2000–2011)



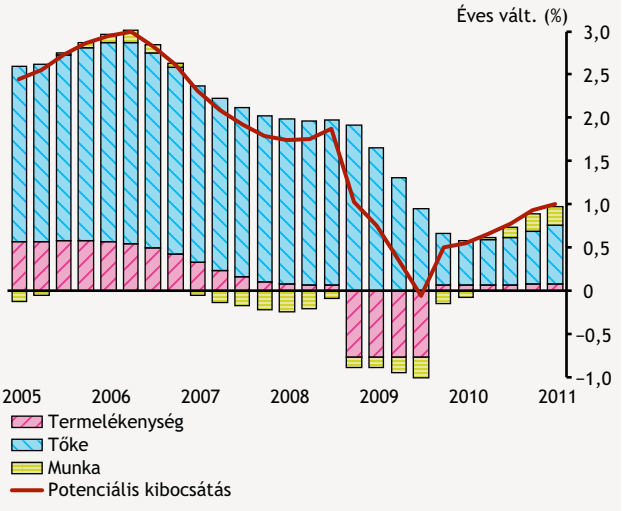
** Az idősorokat normalizáltuk. A piaci szolgáltatások idősora a kereskedelem és az egyéb szolgáltatások bizalmi indexeinek hozzáadottértékarányokkal súlyozott átlaga.*

A szolgáltatóágazatok üzleti feltételei 2011 elején tovább javultak (4-16. ábra). 2010-ben az ipari konjunktúrához szorosabban kötődő szektorokban (pl. szállítás) figyelhettünk meg bővülést, miközben a mélypontját elérő belföldi kereslet tavaly még csak korlátozottan segíthette a szolgáltatóágazatok növekedését.

2011-ben a személyi jövedelemadó-rendszer átalakítása élénkítheti a háztartások fogyasztását. Ez közrejátszhat abban, hogy a kereskedelmi vállalatok egyre kedvezőbben ítélik meg mind az értékesítések aktuális alakulását, mind a várható keresleti folyamatokat. A pénzügyi, ingatlan- és egyéb szolgáltatások teljesítményében azonban nem számíthatunk érdemi fordulatra. A hitelezési aktivitás továbbra is visszafogott, az ingatlanpiac pedig jellemzően nagyobb késésekkel követi a konjunktúra folyamatait.

Az építőipar kilátásai változatlanul kedvezőtlenek. A szerződésállomány 2010 második felében folyamatosan zsugorodott. A lakáspiac továbbra is pang, az állami beruházások pedig a viszonylag magas tavalyi bázishoz képest csökkenhetnek 2011-ben. Az EU-forrásokból finanszírozott fejlesztések és egyes ipari beruházások csupán mérsékelhetik az építőipar visszaesését.

4-17. ábra
A potenciális kibocsátás alakulása*
(2005–2011)



** Termelési függvényen alapuló becslés a DELPHI-modell alapján.*

A főbb ágazatok folyamatai alapján valószínűsíthető, hogy a bruttó hazai termék növekedése 2011 első negyedévében élénkülhetett. Az ipari termelés növekedése továbbra is meghatározó lehet, de a belföldi kereslet fokozatos erősödésének köszönhetően a szolgáltatószektorok kibocsátása is érzékelhetően bővülhet.

A válság a folyó termelés mellett a kibocsátás potenciális növekedési ütemét is jelentősen csökkentette. Az alacsonyabb potenciális kibocsátáshoz valamennyi termelési tényező hozzájárulhatott.

- Pénzügyi válságok idején a hitelezés elapadása tartósan fékezi a beruházásokat. Továbbá a meglévő tőkeállomány is leértékelődhet, amennyiben a válság tartós változásokat okoz a kereslet szerkezetében. Végül a kormányzati beruházások is fokozatosan csökkentek az elmúlt években.

- A munkaerő negatív növekedése elsősorban abból fakad, hogy a recesszió hatására emelkedett a munkanélküliség

természetes szintje. A tartósan állás nélkül maradók elhelyezkedési esélyei romlanak, mert készségeik munka híján megkopnak.

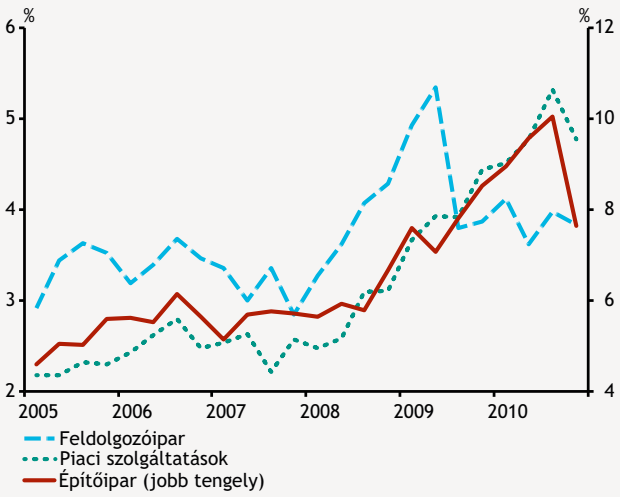
- Végül a termelékenység is számottevően mérséklődhetett. A rövid távú finanszírozási zavarok az egyébként működőképes vállalatokat is csődbe vihették. Emellett recessziók idején jellemzően csökkenek a kutatás-fejlesztési kiadások, ami lassíthatja a technológiai fejlődést.

Aktuális becslésünk szerint a potenciális növekedés üteme 2011 elején 1-1,5 százalék között lehet (4-17. ábra).

Az elmúlt negyedévekben csak mérsékelten bővülhetett a termelési tényezők kínálata. A tőkefelhalmozás és a termelékenység növekedése a kilábalás kezdeti időszakában gyenge maradhatott. A munkakínálat emelkedhetett csupán, az aktivitást élénkítő kormányzati intézkedéseknek köszönhetően.

A versenyszektor gyenge kínálati potenciáljára utal a vállalati csődráták alakulása is (4-18. ábra). Mivel a válság a feldolgozóipart érintette hamarabb, ezért a szektor csődrátája 2009 elején érte el csúcsát. Azóta mérséklődött a csődök aránya, de továbbra is meghaladja a válság előtti mértéket. Az építőiparban és a piaci szolgáltatóágazatokban az elhúzódó keresleti problémák miatt folyamatosan nőtt a csődöt jelentők aránya, bár 2010 második felének adataiból már fordulatra is következtethetünk.

4-18. ábra
Vállalati csődráták alakulása*
(2005–2010)

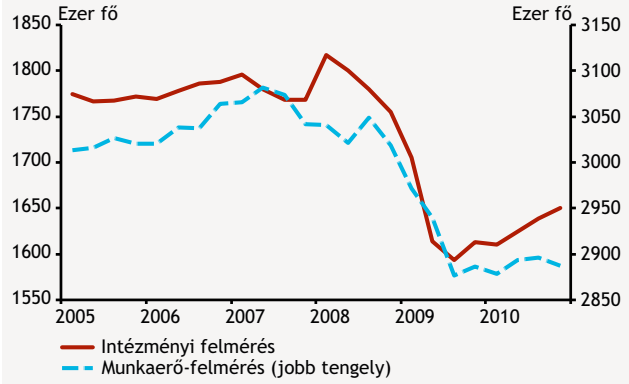


** Az adott negyedévben csődben lévő vállalkozások a négy negyedévvel korábban működő vállalkozások arányában.*

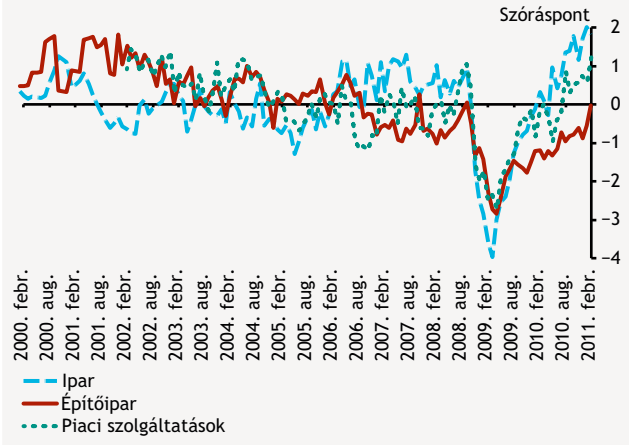
4.3. Foglalkoztatás és munkapiac

A foglalkoztatási helyzet változása jelentős késéssel és lassan követi a konjunktúra fordulatát. A foglalkoztatottak száma a recesszió mélypontja óta csak kismértékben bővült. A növekedésben érzékelhető kettősség a munkapiaci folyamatokban is tetten érhető, ám összességében továbbra is rendkívül laza munkapiaci környezettel szembesülnek a vállalatok.

4-19. ábra
Foglalkoztatás a versenyszférában
(szezonálisan igazított adatok, 2005–2010)



4-20. ábra
Foglalkoztatási várakozások a versenyszféra ágazataiban*
(2000–2011)



** Foglalkoztatási szándék a következő 3 hónapban, az ESI-felmérés alapján. Standardizált adatok. A piaci szolgáltatások idősora a kereskedelem és az egyéb szolgáltatások indikátorainak létszámmal súlyozott átlaga.*

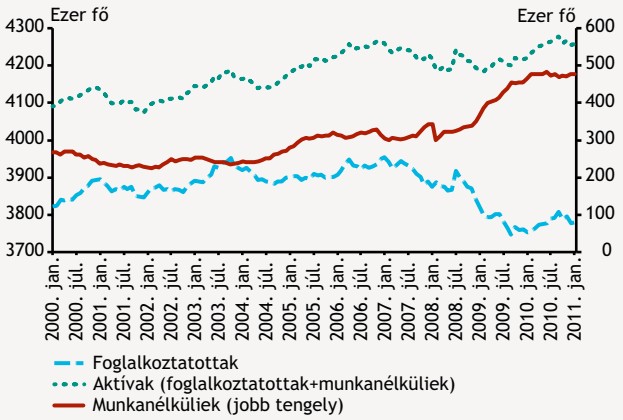
A foglalkoztatás növekedése 2010 negyedik negyedévében lelassult. Az év végére megtorpanó termelésbővülés visszafogta a vállalatok munkakeresletét. A folyamatok megítélését nehezíti, hogy a különböző felmérésekből származó adatok eltérő jelzéseket adnak (4-19. ábra). Míg az intézményi felmérés az 5 főnél többet foglalkoztató vállalatok körében további létszámbővülést jelez 2010 végén, addig a háztartási kérdőíven alapuló munkaerő-felmérés 2010 második felében stagnáló létszámot mutatott a versenyszférában.

A recesszió idején kb. 150 ezer főt bocsátott el a versenyszféra. A mélypont elérése óta a munkaerő-felmérés szerint alig változott a létszám, míg az intézményi statisztika 50 ezer fős létszámbővülést jelez. E kettősséget részben magyarázhatja, hogy az elmúlt negyedévekben főleg a nagyobb méretű, exportorientált vállalatok termelése bővült, míg a kisebb, jobbára belföldi piacon értékesítő vállalkozások helyzete alig javult. Az intézményi létszámstatisztikából kimaradó, 5 főnél kevesebbet foglalkoztató cégek vélhetően inkább az utóbbi csoportba tartoznak.

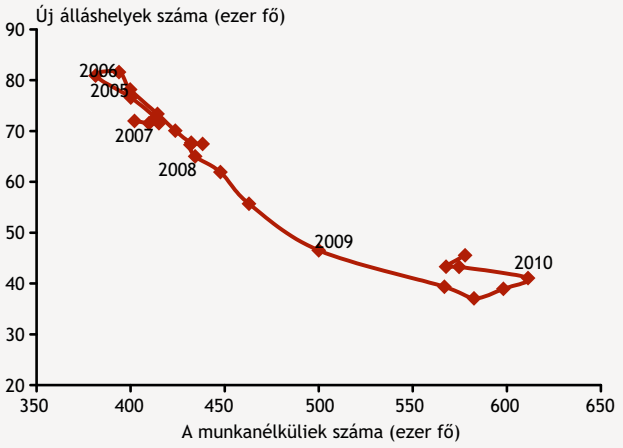
A versenyszféra ágazatainak eltérő termelési folyamatai a foglalkoztatás alakulásában is tükröződnek (4-20. ábra). A feldolgozóipari létszám 2010 folyamán érdemben bővült, bár az alkalmazottak száma továbbra is jóval elmarad a válság előtti szinttől. Az előre tekintő indikátorok további létszámnövekedésre utalnak. A piaci szolgáltatások közül csak a munkaerő-kölcsönzők foglalkoztatása növekedett, melyek főként a feldolgozóipar átmeneti munkaerőigényét elégítik ki. Az egyéb szolgáltatószektorokban – a meglévő munkaerő-tartalékok miatt – rövid távon nem számíthatunk a foglalkoztatás érdemi bővülésére.

Az aktivitás a recesszió időszakában folyamatosan emelkedett (4-21. ábra). A jelenség az aktuális gazdasági visszaesések időszakában globálisan is megfigyelhető. A növekvő hazai munkapiaci részvételt jelentős részben korábban meghozott, az aktivitást serkentő intézkedésekhez köthet-

4-21. ábra
Foglalkoztatás és munkanélküliség
(2000–2011, szezonálisan igazított adatok)



4-22. ábra
A Beveridge-görbe alakulása*



** A Beveridge-görbe az új (államilag nem támogatott) álláshelyek számát mutatja a (regisztrált) munkanélküliséghez viszonyítva.*

jük (pl. korai nyugdíjazás és rokkantnyugdíjazás feltételeinek szigorítása). E tendencia a 2010 végi adatok szerint megtorpanni látszik, ám várhatóan a következő negyedévekben is jellemző marad. Mivel a recesszióból való kilábalás idején a foglalkoztatással párhuzamosan bővült a munkakínálat, ezért a munkanélküliek száma érdemben nem csökkent.

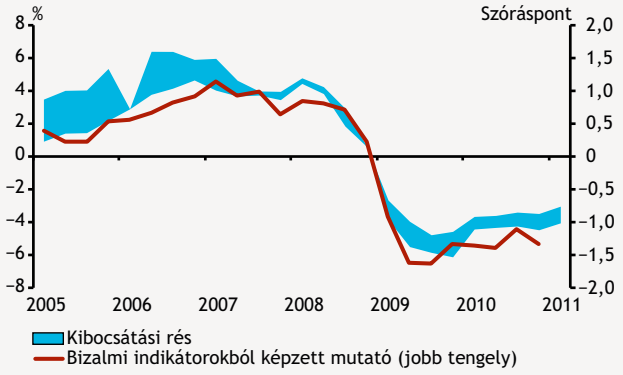
A laza munkapiaci környezet fennmaradására utal az is, hogy az egy betöltetlen munkahelyre eső álláskeresők száma továbbra is igen magas (4-22. ábra). Míg a válság előtt minden, a magánszektor által kiírt álláshelyre öt-hat regisztrált munkanélküli jutott, addig 2009-ben ez az érték tizenötre emelkedett. 2010 során az arány kissé javult, de továbbra is jóval meghaladja a korábbi évek átlagát.

A kevés álláslehetőség további következménye a tartós munkanélküliek számának növekedése. Míg a válság előtti évtizedben az aktív népesség 3 százaléka volt 12 hónapnál hosszabb ideje állástalan, addig 2010-ben 5,7 százalékig nőtt a részarányuk. A tartós munkanélküliek arányának emelkedéséből arra következtethetünk, hogy a válságot követően a munkanélküliség természetes rátája is tartósan magasabb lehet, ami negatívan érinti a gazdaság termelési potenciálját.

4.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

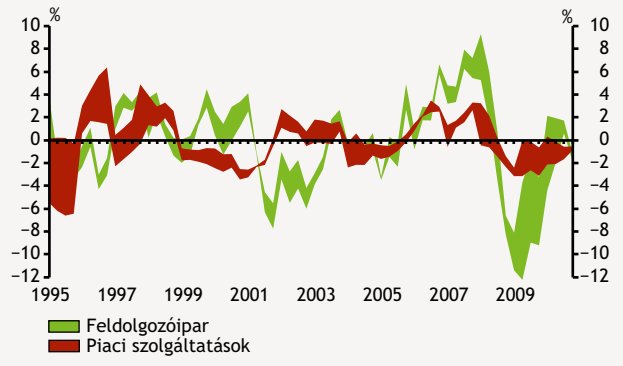
Aktuális becslésünk szerint a kibocsátás közel 4 százalékkal maradhat el potenciális szintjétől. A válság során kialakult nagy, negatív kibocsátási rés csak lassú ütemben záródik. A kibocsátási rés záródása szinte kizárólag az exportszektorhoz köthető, miközben a belföldi kereslet ciklikus pozíciója egyelőre nem javul. A belföldi keresleti rés záródását a szigorú banki hitelkörnyezet, a válság előtt felhalmozott adósságok törlesztőterhei, a csak lassú javulást mutató munkaerő-piaci folyamatok és az emelkedő nyersanyagárak miatt növekvő infláció együttese akadályozza. Ezzel összhangban, míg az ipar már a historikus átlagnak megfelelő kapacitáskihasználtsággal működik, addig a szolgáltatószektorban jelentős szabad kapacitások maradhattak fenn.

4-23. ábra
A kibocsátási rés alakulása*
(2005–2011)



** A kibocsátási rés sávja több módszerrel készített becslésből adódik. A bizalmi indikátorokból képzett mutató több, a vállalati kapacitáskihasználtságot tükröző idősor információtartalmát összegzi főkomponens-elemzés segítségével.*

4-24. ábra
Kapacitáskihasználtság a versenyszféra ágazataiban*
(1995–2011)



** Trendtől vett százalékos eltérések. A sávok több módszerrel készített kapacitáskihasználtsági indikátorból adódnak.*

A reálgazdaság ciklikus pozícióját hagyományosan a kibocsátási réssel (az aktuális és a potenciális kibocsátás eltérése) jellemezzük. A kibocsátási rés aktuális becslésünk szerint 2008 vége óta negatív, a recesszió mélypontján elérhette a −6 százalékot. A gazdaság fokozatos kilábalásával párhuzamosan, 2009 második felétől enyhén zárulhatott a rés. Aktuálisan közel 4 százalékkal maradhat el a termelés a potenciális szintjétől (4-23. ábra).

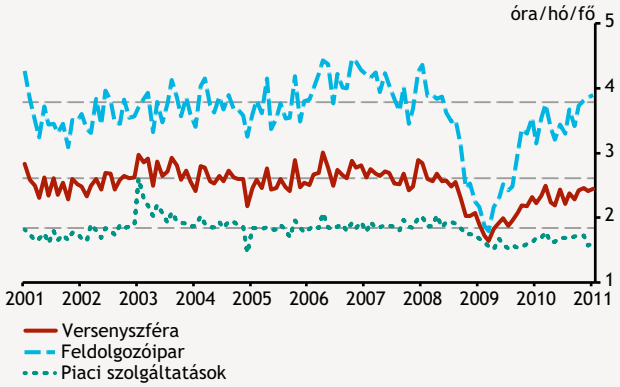
A kibocsátási résre vonatkozó becslésünket több indikátor alakulása is alátámasztja. Más makrogazdasági változók is tükrözik a számottevő kapacitásfelesleg hatásait. A munkanélküliség jóval meghaladja az utóbbi évek átlagát. A gyenge kereslet következtében az ország külső egyensúlyi pozíciója kedvezőbb a historikus átlagnál: a folyó fizetési mérleg 2009–2010-ben tartósan pozitív volt. Végül a maginfláció alacsony szintje is a negatív kibocsátási rés árleszorító erejére utal.

A fentieken túl több ágazati konjunktúraindikátor is arra utal, hogy a versenyszférában jelentős tartalékkapacitások vannak (4-24. ábra). A konjunktúrafelmérések bizonyos komponensei, a munkatermelékenység, vagy a ledolgozott túlórák száma jellemzően együtt mozognak az üzleti ciklussal.

E mutatók a versenyszféra egészére érdemi kapacitásfelesleget mutatnak, ám a szabad kapacitások szintje ágazatonként jelentősen eltérhet. Az ipari termelés ingadozásai jóval erőteljesebbek, mint a szolgáltatószektorban megfigyelt ciklusok. Ennek megfelelően az ipari kapacitáskihasználtság is erőteljesen visszaesett 2008–2009 fordulóján. Ezt követően azonban az erőteljes létszámcsökkentés, valamint a kedvező nemzetközi konjunktúra gyors helyreállást hozott a termelési tényezők kihasználtságában. 2010 végére az ipari kapacitáskihasználtság már elérhette historikus átlagát.

4-25. ábra
Ledolgozott túlórák a versenyszférában*

(2001–2011)



** Szezonálisan igazított adatok háromhavi mozgóátlaga. A szaggatott vonalak a historikus átlagot jelölik.*

Ezzel szemben a belföldi kereslet ciklikus pozíciója továbbra is gyenge. A visszaesés jóval elhúzódóbbnak bizonyul, mint a feldolgozóiparban, ami a belföldi kereslet lassú kilábalásával függ össze. Így a szolgáltatószektorban számottevő tartalékkapacitások maradhattak.

Hasonló helyzetre utal az egyes ágazatokban a ledolgozott túlórák számának alakulása is (4-25. ábra). Az elmúlt hónapokban ez a szám a feldolgozóiparban már a historikus átlagnak megfelelően, némileg a fölött alakult, bár továbbra is érdemben elmarad a válság előtti években megfigyelt értéktől. Ezzel szemben a piaci szolgáltatóágazatok hasonló mutatója továbbra is elmarad a historikusan jellemzőtől.

4.5. A pénzügyi közvetítőrendszer aktivitása és a hitelfeltételek változása

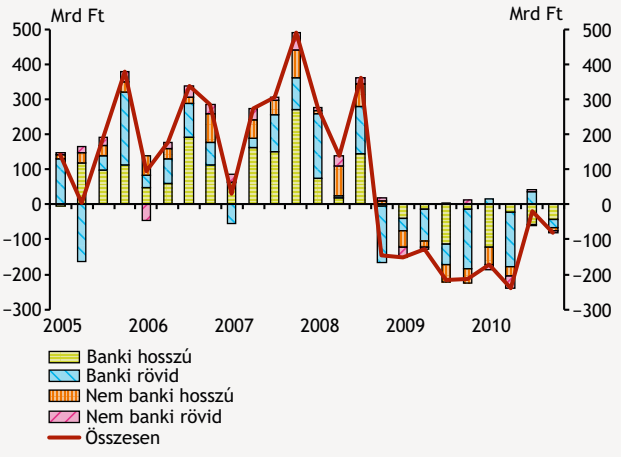
A bankrendszer folytatódó mérlegalkalmazkodása következtében mind a vállalati, mind pedig a háztartási szegmensekben tovább mérséklődött a magánszektor hitelezése 2010 utolsó negyedévében. A hazai bankrendszer vállalatihitel-állománya a konjunkturális fordulat ellenére továbbra is zsugorodik: a hosszú lejáratú hitelek csökkenése a beruházások halasztásával állhat összefüggésben, míg a rövid lejáratú hitelek esetében hangsúlyosan érvényesülhetnek a kínálati korlátok. A háztartási szegmensben az életbe lépett szabályozási korlátok mellett inkább a hitelkereslet gyengesége a meghatározó: a háztartások jövedelmi helyzetük, folytatódó mérlegkorrekciójuk miatt továbbra is nettó hiteltörlesztők. Az MNB hitelezési felméréséből az a kép rajzolódik ki, hogy 2011 első felében is fennmaradnak a szigorú hitelezési feltételek, ami az alacsony kockázatvállalási hajlandóságra vezethető vissza. Ugyanakkor a bankok mind a vállalati, mind pedig a háztartási szegmensben a kereslet élénkülésére számítanak 2011 első felében.

4.5.1. VÁLLALATI HITELEZÉS

A gazdasági növekedés megindulása ellenére a vállalati szegmens hitelezése tovább mérséklődött 2010-ben. A termelés volumene 2010 végén a válság előtti, 2008. évi szintekhez képest összesen 5,6 százalékkal volt alacsonyabb, míg ugyanezen időszak alatt a vállalatihitel-állomány (az árfolyamhatástól megtisztítva) 10 százalékkal zsugorodott. 2010-ben a termelési volumen már enyhe növekedést mutatott (1,2 százalék), de a pénzügyi közvetítőrendszer hitelezése ezt egyelőre nem követte – 2010-ben a vállalatihitel-állomány további 3 százalékkal esett. A gazdasági növekedés ellenére mérséklődő hitelezés ugyanakkor nem tekinthető magyar sajátosságnak: a nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a hitelezési ciklus csak késve követi a gazdasági élénkülést.

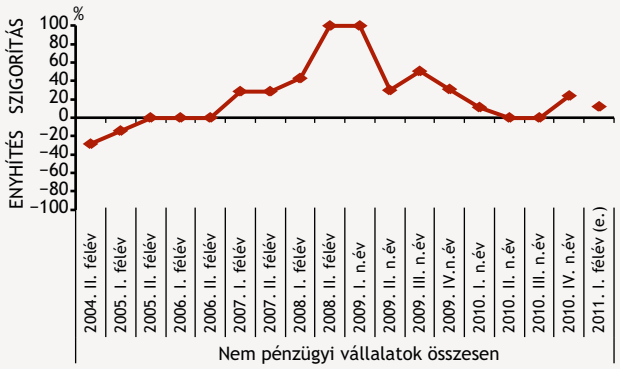
A hitelállomány változása döntően a devizahiteleket érintette, míg lejárati bontásban a csökkenés kétharmad részben a hosszú lejáratú hiteleknél jelentkezett (4-26. ábra). A vállalatok termelésének növeléséhez, az alacsonyabb kapacitáskihasználtság mellett, jellemzően nem volt szükség újabb beruházásokra, így a hosszabb hitelek visszaesése a gyengébb gazdasági teljesítmény természetes velejárójának tekinthető. A rövid lejáratú hitelek jellemzően szorosabban követik (forgóeszköz-finanszírozás) a termelési ciklusokat, azonban 2010-ben még e típusú hitelek növekedése sem indult be. A rövid lejáratú hitelezés dinamikájának tartós elszakadása a termelési volumen alakulásától hitelkínálati korlátok jelenlétére utal.

4-26. ábra
A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint



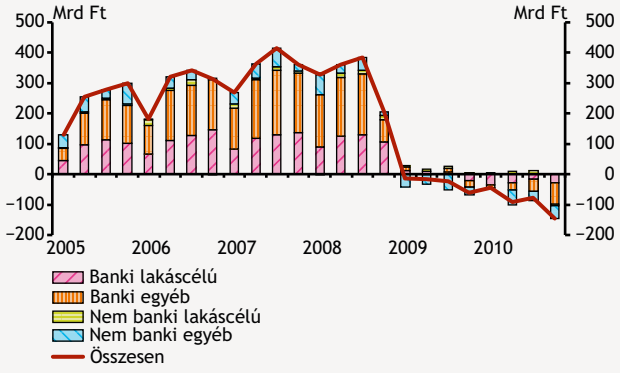
Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.
Forrás: MNB.

4-27. ábra
A hitelezési feltételek alakulása a vállalati szegmensben



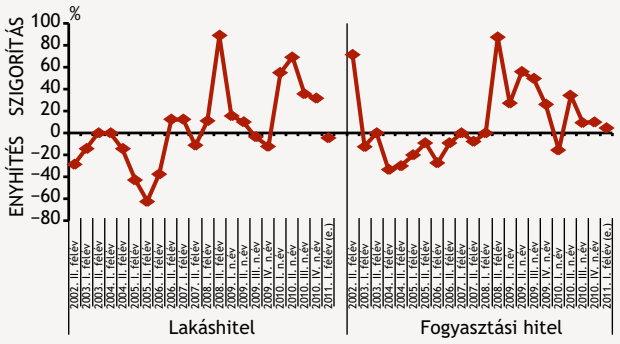
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége.
Forrás: MNB.

4-28. ábra
A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint



Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.
Forrás: MNB.

4-29. ábra
A hitelezési feltételek alakulása a háztartási szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége.
Forrás: MNB.

Az MNB hitelezési felmérése[9] szerint 2010 utolsó negyedévében a bankok többsége mérlegfőösszeg-arányosan újra szigorított a vállalati szegmens hitelezési feltételein. A hitelkínálat szigorítását a bankok főként kockázatvállalási hajlandóságuk csökkenésével, illetve a romló jövedelmezőségükkel indokolták. A szegmens egészére a bankok többsége további szigorítást vár 2011 első félévében is (4-27. ábra). Ugyanakkor a gazdasági aktivitás élénkülésének további jeleként, a felmérésben részt vevő bankok hiteltermékeik iránti növekvő keresletet tapasztaltak.

2010-ben a forint- és devizaalapú vállalati hitelek kamatai nem változtak, viszont a bankközi kamatok feletti hitelfelárak lassú csökkenésbe kezdtek. Ez két fő okra vezető vissza. Egyrészt a bankok szűkítik a gazdasági válság hatására amúgy is csökkenő számú hitelezhető, számukra hitelképes vállalatok körét: hitelt adagolnak. Így jelenleg csak a jobb hitelképességű vállalatok kapnak hitelt, akik hitelkockázati felára és így hitelkamata alacsonyabb (összetételhatás miatti felárcsökkenés). Másrészt a jó hitelképességű vállalati ügyfelek piacán élesedik az árverseny, ami ugyancsak a felárak csökkenését okozza.

4.5.2. HÁZTARTÁSI HITELEZÉS

A háztartási hiteleknél folytatódott a devizahitelek leépülése. A háztartásoknál a korábbi negyedévekhez hasonlóan tovább mérséklődött a devizahitelek állománya, amely volumenében meghaladta a forinthitelek egyébként pozitív állományváltozását mind a lakáscélú, mind pedig a fogyasztási célú hitelek esetében (4-28. ábra). A negatív nettó hitelfelvétel döntően a háztartások gyenge jövedelmi helyzetével, folytatódó mérlegalkalmazkodásával magyarázható. A munkaerőpiac egyelőre csak mérsékelt javulást mutat, míg a tartósan erős svájcifrank-árfolyam a háztartások adósságszolgálatának jelentős növekedését eredményezi. A gyenge hitelkereslet további oka, hogy a 2010-ben hatályba lépett szabályozói szigorítások (körültekintő hitelezés, deviza-jelzáloghitelek tiltása) miatt az ügyfelek csak a magasabb nominális kamattal kínált forintalapú termékeket választhatták.

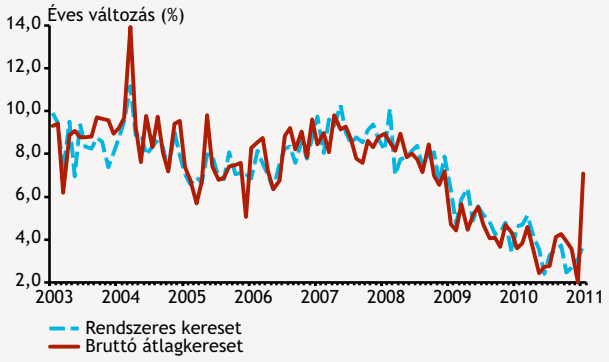
A hitelezési felmérés szerint 2010 utolsó negyedévében az alkalmazott hitelezési feltételek szigorítása volt jellemző mind a lakáscélú, mind pedig a fogyasztási célú hiteltermékek esetében (4-29. ábra). A bankok hiteltermékeik iránt növekvő keresletet tapasztaltak, és további élénkülést várnak 2011 első félévében is. A korábban kialakult szigorú feltételek miatt azonban a kínálati korlátok leépülése csak lassan mehet végbe, ami így akadályozhatja a hitelezés dinamizálódását.

[9] Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára. 2011. február. http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/hitelezesi-felmeres/mnbhu_hitelezesi_felmeres_201102.

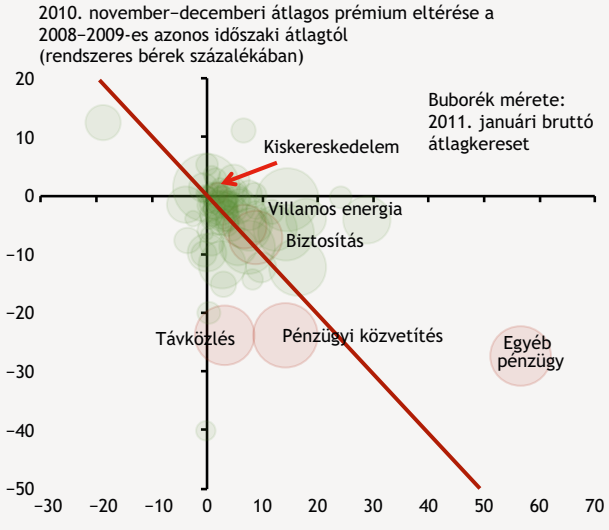
4.6. Költségek és infláció

Az infláció a negyedik negyedévben jelentősen emelkedett, és decemberben elérte a 4,7 százalékot. A növekedés mögött alapvetően a nemzetközi nyersanyagár-emelkedés miatt drágúló üzemanyag- és élelmiszerárak álltak, miközben a belföldi inflációs nyomás továbbra is visszafogottnak tekinthető. Erre utal, hogy a jelentős költségsokkok ellenére a maginfláció kevésbé növekedett, és az év első hónapjaiban is 2 százalék alatt alakult. A versenyszféra béralakulása a prémiumkifizetések időzítése miatt 2010–2011 fordulóján jelentős változékonyságot mutatott. Ettől eltekintve a laza munkaerő-piaci feltételek változatlanul erős bérleszorító hatással bírnak, ami a rendszeres bérelemekben historikusan alacsony dinamikát eredményezett.

4-30. ábra
A bérek alakulása a versenyszférában
(szezonálisan igazított, fehéredéstől szűrt éves változás)



4-31. ábra
Prémiumkifizetések a versenyszektorban 2010–2011 fordulóján



4.6.1. BÉREK

2010 negyedik negyedévében tovább lassult a versenyszféra béremelkedése. A korábbi évekhez képest az ágazatok széles körében mérsékeltebb béremelkedést figyeltünk meg a rendszeres bérek esetében, ami a laza munkaerőpiac bérleszorító hatását mutatja (4-30. ábra).

A novemberi és decemberi bruttó átlagkeresetek mérséklődése mögött ugyanakkor nagyrészt a prémiumkifizetések visszafogása állt. A korábbi évekhez képest alacsonyabb prémiumokat több tényező együttes hatása okozhatta:

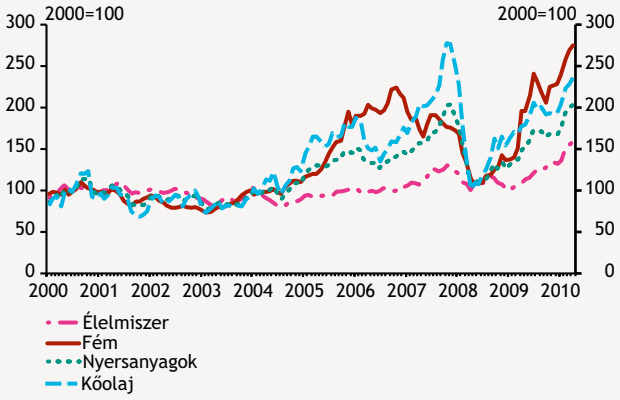
- A gyenge belső konjunktúra miatt kedvezőtlen profithelyzet és a laza munkaerőpiac általánosan alacsonyabb kifizetéseket eredményezhetett.

- A válságadók által érintett szektorokban a működési költségek visszafogása az éves jutalmak csökkentésében is jelentkezhetett.

- A változó szja-szabályozás a prémiumkifizetések 2010-ről 2011-re történő átütemezését ösztönözhette, elsősorban a magasabb fizetési kategóriákban, ahol a marginális adókulcs szignifikánsan csökkent. Ezt megerősíti az ágazati átlagkeresetek nagysága és a prémium-visszafogás mértéke között tapasztalt összefüggés.

Feltételezhetjük, hogy mindhárom tényező hozzájárult a prémiumkifizetések csökkenéséhez. Ezt a januári adatok is megerősítik. Azon ágazatokban, ahol a tavalyi év végén a prémiumkifizetések érdemben elmaradtak a korábbi két év átlagától, a januári prémiumok jelentős korrekciót jelentettek. Ez az szja-csökkentés miatti erős időbeli optimalizálásra utal. Ugyanakkor a november óta kifizetett prémiumok együttesen még jelenleg is alacsonyabbak, mint a korábbi

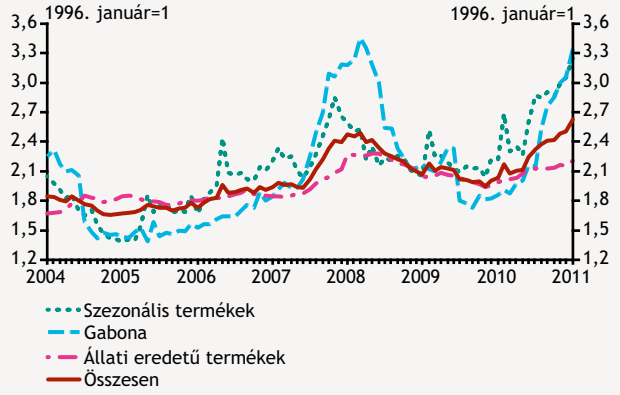
4-32. ábra
Világpiaci nyersanyagárak alakulása euróban



Forrás: IMF.

4-33. ábra
A mezőgazdasági termelői árak

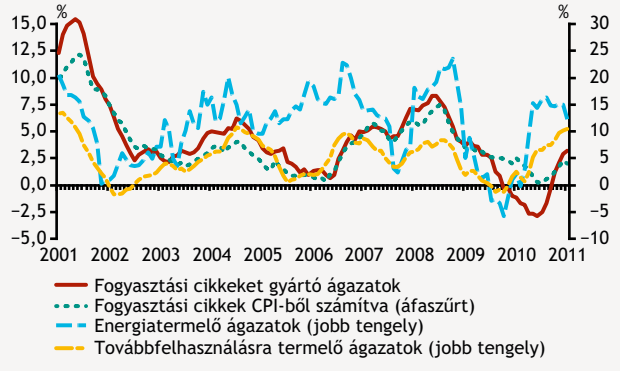
(1996. januárhoz viszonyított árszint)



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

4-34. ábra
Ipari termelői árak és a fogyasztói árak

(éves változás)



Megjegyzés: a fogyasztói árak csak az iparban előállított termékekre vonatkoznak.

években voltak, ami a vállalatok gyenge profithelyzetével lehet kapcsolatban. A rendszeres bérek alacsony, 3-4 százalék körüli növekedése a laza munkaerőpiac tartós bérleszorító hatására utal (4-31. ábra).

Összességében a munkaköltségek oldaláról jelentkező inflációs nyomás továbbra is alacsonynak tekinthető.

4.6.2. IMPORTÁRAK

A globális konjunktúra élénkülésével párhuzamosan az elmúlt negyedévben a világpiaci nyersanyagárak széles körében további emelkedés következett be (4-32. ábra). Az élelmiszerek esetében már a 2007–2008-as sokknál is nagyobb nyersanyagár-emelkedésről beszélhetünk. Az olaj árának növekedéséhez politikai kockázatok is hozzájárultak. Összességében a nyersanyagárak felől jelentkező inflációs nyomás lényegesen nőtt a novemberi inflációs jelentés óta.

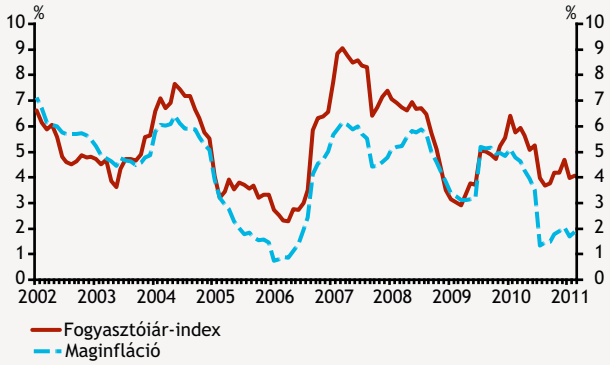
A nyersanyagárak hatása ugyanakkor egyelőre nem jelent meg a feldolgozott importtermékek árában. Az euróövezetben az infláció utóbbi hónapokban tapasztalt növekedése főleg a fogyasztói kosárban szereplő energiahordozók áremelkedésének eredménye. A maginflációs termékkör – így az iparcikkek és a feldolgozott élelmiszerek – áraiba az energia és az élelmiszer-nyersanyagok áremelkedése egyelőre csak csekély mértékben gyűrűződött be.

4.6.3. TERMELŐI ÁRAK

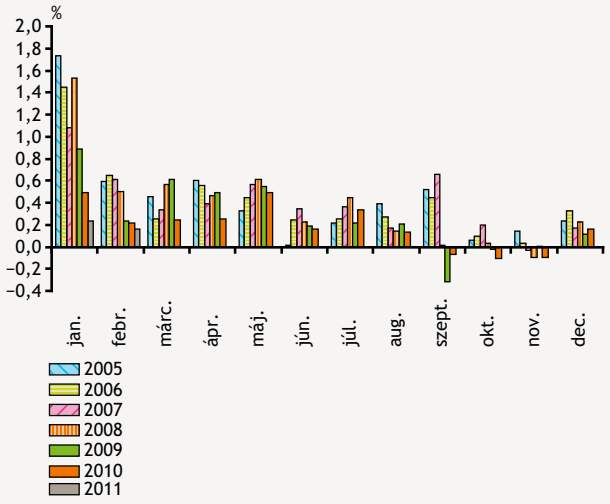
A nemzetközi tőzsdéken az élelmiszer-ipari nyersanyagárak növekedésével összhangban a hazai mezőgazdasági termelői árak is jelentősen emelkedtek 2010 ősze óta. Az emelkedés egyelőre főleg a gabonaféléket érintette, ami idővel a takarmányárakon keresztül az állati eredetű élelmiszerek termelői árába is begyűrűzhet. A gabonafélék, valamint a hús és egyéb állati eredetű élelmiszerek termelőiár-emelkedése a feldolgozott élelmiszerek fogyasztói áraira is nyomást fejt ki. A szezonális élelmiszerek termelői árának emelkedése szintén jelentősnek bizonyult, ez szinte azonnal megjelent a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói áraiban (4-33. ábra).

Az ipari termelői árak lényegesen emelkedtek, amihez az élelmiszerárak mellett az olajárak növekedése is hozzájárult. Az olajárak emelkedése elsősorban az energiatermelő ágazatok indexét növelte, míg a nyersélelmiszer-árak emelkedése az élelmiszer-feldolgozó ágazatok árindexére hatott. Ennek eredményeképp a fogyasztási cikkeket előállító ágazatok éves árindexe emelkedésnek indult. Korábbi megfigyelések alapján ez az index jól együttmozgott a fogyasztói árakkal, míg 2009 közepétől jelentősen alacsonyabb értékeket mutatott. Az utóbbi hónapokban az index felzárkó-

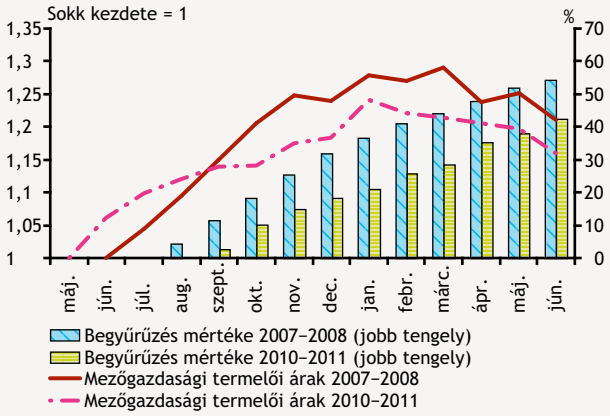
4-35. ábra
A fogyasztóiár-index és a maginfláció
(éves változás)



4-36. ábra
A piaci szolgáltatások inflációja
(szezonálisan nem igazított, áfaszűrt, egyhavi változás)



4-37. ábra
A mezőgazdasági termelői árak begyűrűzése a feldolgozott élelmiszerek fogyasztói árába
(2007–2008-ban és 2010–2011-ben)



Megjegyzés: 2011. februártól előrejelzés.

zott a fogyasztói árakhoz, ami arra utal, hogy a válság alatt tapasztalt dezinflációs folyamat a nyersanyagárak emelkedése következtében megakadt (4-34. ábra).

4.6.4. FOGYASZTÓI ÁRAK

A maginfláció az elmúlt hónapokra jellemző alakulása elmaradt novemberi várakozásainktól. A maginflációs meglepetést főleg az okozta, hogy a mezőgazdasági árak emelkedése kevésbé gyűrűzött be a feldolgozott élelmiszerek áraiba. Szintén az alacsonyabb maginfláció irányába hatott a dohánytermékek árának csökkenése, amely a dohánypiacon kialakuló intenzívebb verseny eredménye (4-35. ábra). A beérkezett adatok alapján a válságadók árakba való áthárítását egyelőre nem érzékeltük. Megítélésünk szerint ennek megjelenése előre tekintve is elhanyagolható mértékű lehet.

Januárban és februárban ismét 2 százalék alá csökkent a maginfláció, és az e körbe tartozó piaci árazású termékek széles körében mérsékelt áremelkedés volt tapasztalható. A maginfláción belül a feldolgozott élelmiszerek esetében a tovább emelkedő nyersanyagárak hatása egyelőre moderáltan jelentkezett. A termékkörben az infláció februári gyorsulása nagyrészt egy termékhez, a cukor kiugró áremelkedéséhez köthető.

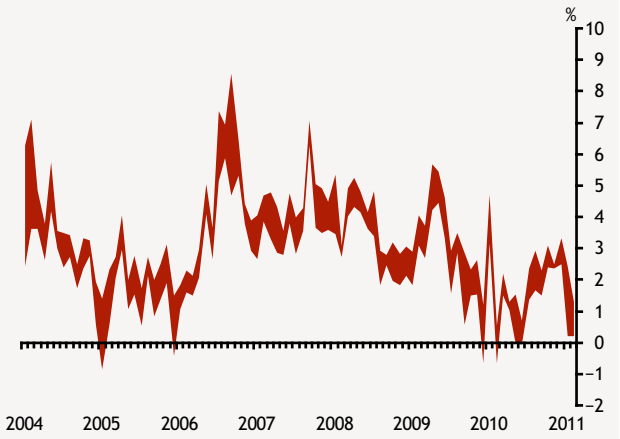
A piaci szolgáltatásoknál historikusan alacsony év eleji áremelkedéseket figyelhettünk meg. Mivel a termékkör árazására jellemző, hogy jelentős áremelésekre az év elején kerül sor, ezért arra számíthatunk, hogy az idei évben tartósan alacsony maradhat a piaci szolgáltatások inflációja. A piaci szolgáltatások alacsony inflációját támogathatta a továbbra is gyenge belső kereslet mellett a szektor alacsony bérezése (4-36. ábra).

Az iparcikkek árai a 2010 második felében gyengébb forint/euro árfolyam hatására a historikusan becsült összefüggéshez képest kevésbé emelkedtek. Ebben szintén a gyenge keresletnek lehetett szerepe.

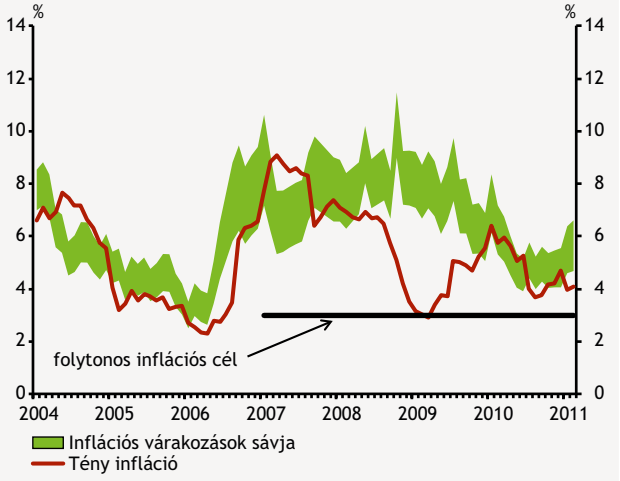
A következő hónapokban a feldolgozott élelmiszerek inflációjának gyorsulására számítunk, de a nyersanyagárak begyűrűzésének mértéke a továbbra is gyenge belső kereslet miatt a 2007–2008-as tapasztalatoktól jelentősen elmaradhat (4-37. ábra). A fentiek miatt a maginfláció az első negyedévben is alacsony lehet. Ezt támasztja alá az is, hogy az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink január–február hónapokban alacsony, 1-2 százalékos szinten tartózkodtak (4-38. ábra).

Az alacsonyabb maginflációt az elmúlt hónapokban ellensúlyozta a magasabb olajárak miatt emelkedő üzemanyagárak

4-38. ábra
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja
(2004. január–2011. február)



4-39. ábra
Lakossági inflációs várakozások
(2004. január–2011. február)



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

hatása. Az emelkedő alapanyagárak ellenére a maginfláción kívüli tételek közül a szabályozott árak emelkedése az év elejére jellemző mértékekhez képest mérsékelt maradt. A kisebb áremelkedés egy része a várttól eltérő időzítésből ered, így átmenetinek tekinthető, nagyobb része azonban tartósnak bizonyulhat. A jelentősebb súlyú tételek közül a távfűtés, a helyi tömegközlekedés és a gyógyszerek áremelése maradhat el tartósan korábbi várakozásunktól. A gyógyszerárakat érinthetik a Széll Kálmán-terv bejelentett intézkedései, amelyeket azonban a részletezettség hiányában előrejelzésünkben nem tudtuk figyelembe venni (lásd az 1-2. keretes írást).

A feldolgozatlan élelmiszereknél arra számítunk, hogy az infláció az év első felében novemberi prognózisunknál is magasabban alakulhat, összhangban a mezőgazdasági árak erőteljesebb emelkedésével.

Összességében, bár a belföldi inflációs nyomás továbbra is visszafogottnak tekinthető, a globális nyersanyagárak emelkedéséből adódó inflációs sokkok változatlanul 4 százalék fölött tarthatják a hazai inflációt.

4.6.5. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A lakossági inflációs várakozások a válság kezdete óta folyamatosan csökkentek Magyarországon, egészen 2010 közepéig. Ezt követően a várakozások néhány havi stagnálás után az év végétől emelkedni kezdtek, és jelenleg az inflációs célnál érdemben magasabban, 5-6 százalékos szinten tartózkodnak (4-39. ábra).

Az inflációs várakozások szorosan együttmozognak a tényinflációval, így a várakozásokban megfigyelt emelkedés valószínűleg a növekvő élelmiszer- és üzemanyagárak hatását tükrözi. Ugyanakkor a középtávú inflációs kilátások szempontjából a magas inflációs várakozások továbbra is kockázatot jelenthetnek.

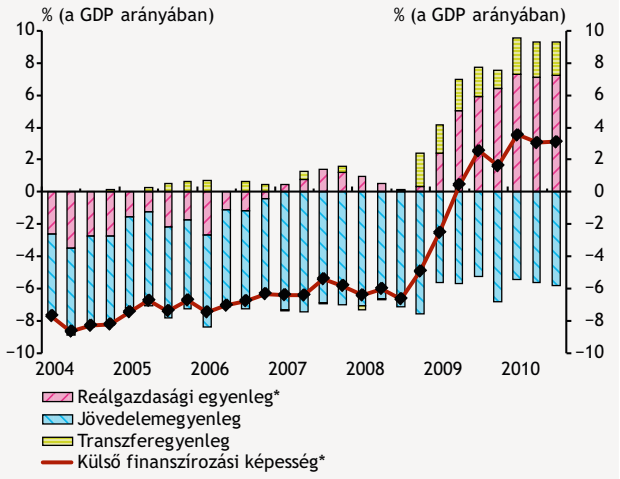
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2010 harmadik negyedévében is számottevő mértékű maradt, és enyhén meghaladta a GDP 3 százalékát Az erős külső és visszafogott belföldi kereslet mellett a reálgazdasági egyenleg továbbra is jelentős mértékű többletet mutat, és több mint ellensúlyozza a jövedelemegyenleg mérsékelten emelkedő hiányát. A nettó megtakarítói pozíció fennmaradásához emellett a harmadik negyedévben is jelentős mértékű EU-transzfer-beáramlás is hozzájárult.

5-1. ábra
A külső finanszírozási képesség komponensei

(szezonálisan igazított, GDP-arányos értékek)



** Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérés és az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak, valamint a Gripen vadászgépek importnövelő hatásával korrigált adatok.*
Megjegyzés: az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, így a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

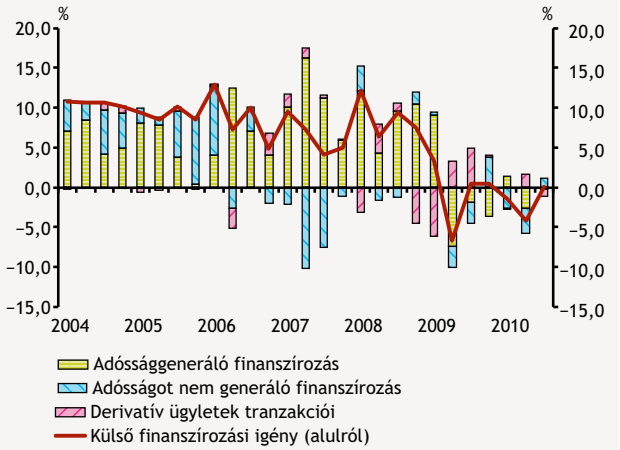
A reálgazdasági egyenleg szezonálisan igazított többlete az előző negyedévben tapasztalt szint, a GDP 7 százaléka körül alakult. A reálgazdasági folyamatokban a már korábban is megfigyelhető tendenciák folytatódását tapasztaltuk: az exportértékesítések továbbra is jelentősen felülmúlták a lassú fogyasztásbővülés és a beruházások további csökkenése miatt mérsékeltebben növekedő importot. A negyedik negyedévre rendelkezésre álló külkereskedelmi adatok – a fogyasztás és a beruházás év végi visszaesésével összhangban – a reálgazdasági többlet növekedésére utalnak. Az EU-transzferek felhasználása a harmadik negyedévben is jelentősnek bizonyult, stabilan hozzájárulva a finanszírozási képesség fennmaradásához (5-1. ábra).

A jövedelemegyenleg hiánya enyhén tovább emelkedett, amiben a profitkiadások becsült növekedése tükröződött,[10] ezt a folyamatot ugyanakkor érdemben visszafogják a bevezetett ágazati különadók. Eközben a forint- és eurohozamok alakulásával összhangban a kamategyenleg stabilizálódását figyeltük meg a harmadik negyedévben.

A magas szinten stabilizálódó külső finanszírozási képesség a harmadik negyedévben úgy alakult ki, hogy a magánszektor pénzügyi megtakarításának csökkenését ellensúlyozta az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése. Az alacsonyabb költségvetési hiány döntően a pénzintézeti különadók 90 milliárd forintos, a negyedéves GDP mintegy 1,3 százalékát kitevő összegére vezethető vissza. A külföldi tulajdonú bankok által befizetett különadó – a kisebb jövedelemkiáramláson keresztül – a külső finanszírozási képességet növeli, míg a hazai tulajdonú bankok által befizetett különadó hozzájárulhatott a magánszektor finanszírozási

[10] A közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások adatai a fizetésimérleg-statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést a következő év szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

5-2. ábra
Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

képességének csökkenéséhez. A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége vélhetően a készletfelhalmozás növekedése miatt mérséklődött, míg a háztartási szektor pénzügyi megtakarítása visszatért a második negyedévben tapasztalt kiugróan magas érték előtt jellemző szintre.

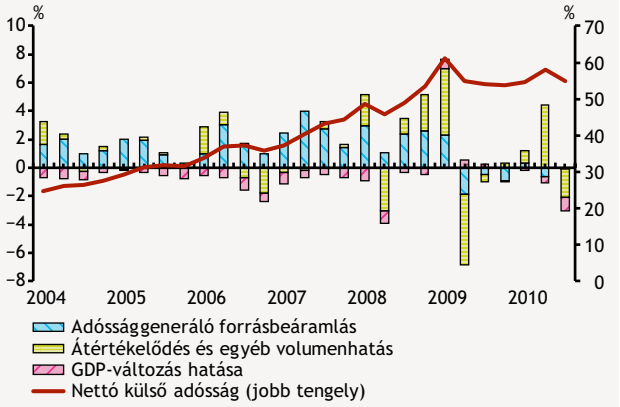
Az enyhe, nem adósság típusú forrásbeáramlás mellett az adósság típusú finanszírozási formák egyenlege nulla körül alakult, miközben a derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakciók csekély negatívuma összességében nulla közeli alulról számított finanszírozási igényt eredményezett (5-2. ábra).

A nettó nem adóssággeneráló forrásoknál – a korábbi negyedévekben tapasztalt jelentős mértékű tőkekiáramlást követően – 2010 harmadik negyedévében enyhe beáramlás történt. Ennek hátterében sor került ugyan közvetlentőke-behozatalra, a portfóliórészvény-tranzakciók azonban forráskiáramlást eredményeztek. A hazánkba érkező FDI-befektetések a válságot követően – elsősorban a vállalatcsoporton belüli hitelek visszaesése miatt – jelentősen lecsökkentek.

Az adósságtípusú források 2010 harmadik negyedévében gyakorlatilag szinten maradtak, ezen belül a bankok és az államháztartás külföldi tranzakciói egymással ellentétes irányban alakultak. A bankrendszerből jelentős mértékű forrás áramlott ki, miközben az MNB-vel konszolidált államháztartás külföldi forrásai hasonló mértékben bővültek. Folytatódott egyrészt a külföldi befektetők MNB-kötvényállományának emelkedése, másrészt a külföldiek hazai értékpapírok iránti kereslete megjelent állampapír-vásárlásban is. Az év végére rendelkezésre álló adatok szerint a két szektor külső adósságának eltérő dinamikája 2010 utolsó negyedévében is jellemző maradt.

5-3. ábra
A nettó külső adósság*, illetve az azt meghatározó tényezők alakulása

(a GDP százalékában)



** Az euróban számított adósság forintban kifejezett értékéből számítva.*

2010 szeptemberében a nettó külső adósságráta a GDP 55 százalékát tette ki, ami mérséklődést jelent a megelőző negyedévhez képest (5-3. ábra). Mivel a harmadik negyedévben az adósságjellegű forrásoknál nem történt érdemi kiáramlás, az adósságmutató csökkenésében leginkább a forint erősödése játszott szerepet, de kismértékben már a GDP növekedése is hozzájárult az adósságráta mérséklődéséhez. Az adósságmutatók ugyanakkor továbbra is meghaladják a válság előtt jellemző szinteket – az adósságjellegű források kiáramlása mellett ugyanis a forint árfolyama továbbra is lényegesen gyengébb a válságot megelőző árfolyamszintekhez képest.

5.2. Előrejelzés a külső finanszírozási pozíciónkra

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége tartósan magas maradhat, és prognózisunk szerint az egész előrejelzési horizonton a GDP 4 százaléka körül alakulhat. A jövedelemegyenleg emelkedő hiányát ugyanis továbbra is ellensúlyozza a reálgazdasági egyenleg többlete, míg az EU-transzfer beáramlásában további növekedésre számítunk. A gazdaság nettó megtakarítói pozíciója a magánszektor jelentős finanszírozási képességének fennmaradásához köthető.

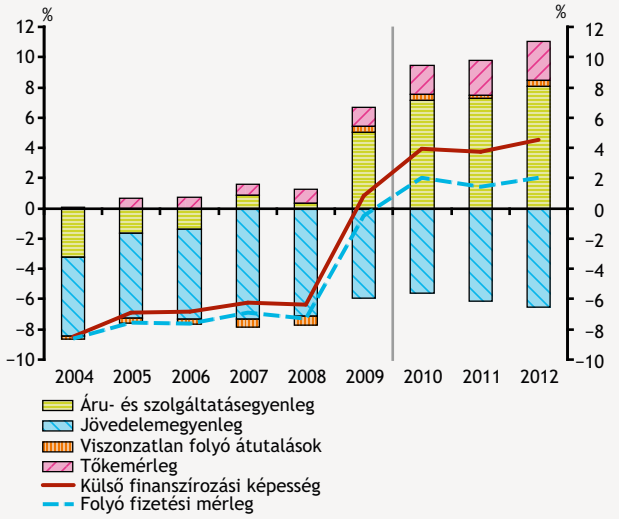
A külkereskedelmi folyamatokról beérkezett tényadatok mellett a várhatóan továbbra is jelentős mértékben növekvő külső kereslet, illetve a belföldi felhasználással kapcsolatos előrejelzések változása is a korábban vártnál nagyobb reálgazdasági többletet vetítenek előre. Egyrészt a lakosság fogyasztási kiadásai a korábban vártnál kisebb mértékben emelkedhetnek, másrészt a beruházások növekedése is érdemben elmaradhat a novemberben várt nagyságtól. A belföldi felhasználás lassuló növekedésével párhuzamosan a reálgazdasági többlet 2012-ben várhatóan emelkedik, amihez a meginduló autóipari termelés nettó exportot javító hatása is hozzájárul.

2011-ben folytatódhat a vállalati jövedelmezőség javulása, ami a jövedelemegyenleg hiányának további növekedésével jár. Ezt a folyamatot továbbra is fékezik a kivetett vállalati különadók. Az inflációs folyamatok arra utalnak, hogy – korábbi várakozásunkkal szemben – a vállalatok nem hárítják át a különadók profitrontó hatását, ami kisebb hiányt eredményez a jövedelemegyenlegben. A 2012-ben is teljes összegű bankadó fennmaradása szintén a jövedelemegyenleg alacsonyabb hiányát eredményezi. Ugyanakkor az euro- és forinthozamgörbék emelkedése az adóssággeneráló eszközök után fizetett nettó kamat korábban vártnál nagyobb mértékű emelkedését vetítik előre (5-4. ábra).

Az EU-transzferek beáramlása 2010-ben jelentős mértékben emelkedett, és várakozásunk szerint a következő években is számottevő mértékű emelkedés várható, ami a viszonzatlan átutalások és a tőkemérleg nagyobb többletében érhető tetten.

A gazdaság nettó megtakarítói pozíciója a magánszektor jelentős pénzügyi megtakarítására vezethető vissza, mivel

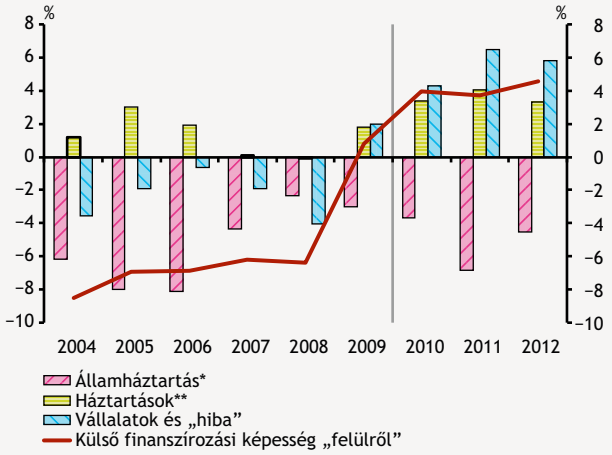
5-4. ábra
A külső finanszírozási képesség szerkezete
(GDP arányában, százalék)



5-1. táblázat
A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének alakulása
(a GDP arányában, százalék)

	2009	2010	2011	2012
Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban	3,5	4,6	−5,7	3,3
− *Az átlépők nyugdíjpénztári megtakarításainak szétterítése*	*1,6*	*1,2*		
\+ *Az átlépők miatti vagyonhatás*			*9,8*	
Kiegészített SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség	1,8	3,4	4,1	3,3

5-5. ábra
Az egyes szektorok nettó finanszírozási képessége
(GDP arányában, százalék)



** A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak.*
*** Az államháztartás kiegészített SNA-hiányával konzisztens finanszírozási képesség, ami nem veszi figyelembe a nyugdíjpénztári megtakarításokat. A háztartások hivatalos finanszírozási képessége 2011-ben ennél jóval kisebb lehet (lásd 5-1. táblázat).*

az államháztartás kiegészített SNA-típusú finanszírozási igénye lényegesen meghaladhatja az elmúlt években jellemző szintet. A lakosság fogyasztási-megtakarítási döntéseit alapvetően két folyamat határozza meg: a jövedelemadó-csökkentés és a nyugdíjpénztári intézkedések (az intézkedések megtakarításokra gyakorolt hatásáról lásd az 5-1. táblázatot, illetve az 5-1. keretes írást). Az adócsökkentés és a nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése a fogyasztás gyorsulásának irányába hatnak. Ezt a hatást ugyanakkor fékezheti, hogy az adócsökkentés döntően a magasabb jövedelmű, így nagyobb megtakarítási hajlandósággal rendelkező háztartások jövedelmét növeli, illetve hogy a jövőbeni nyugdíjfizetésekkel kapcsolatban megnövekedett kockázatok miatt emelkedhet az óvatossági megtakarítás (5-5. ábra).

A kedvező külső kereslet, a várhatóan tovább emelkedő EU-transzfer, a társasági adó tavalyi csökkentése, illetve a visszafogott beruházás és készletfelhalmozás a következő években is magas vállalati finanszírozási képességet valószínűsítenek. A bankadó teljes összegének fennmaradása a hitelezés vélhető visszafogásán keresztül járulhat hozzá a magánszektor magas pénzügyi megtakarításához.

5-1. keretes írás
A nyugdíjrendszer átalakításának hatása az egyes szektorok finanszírozási pozíciójára

A magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakítása érdemi átrendeződést okoz a háztartási szektor és az államháztartás számlái között. A nemzeti számlákban az átalakítás nyomán az államháztartás egyenlege számottevően javul, míg a háztartások megtakarításai ezzel párhuzamosan csökkennek az átadott vagyon nagyságával. Az idősorok adatainak összehasonlíthatósága érdekében azonban az elemzésünkben használt mutatóknál – mind az államháztartás, mind a háztartások esetében – korrigálunk az átlépők magán-nyugdíjpénztári tranzakcióival, azaz bemutatjuk, hogyan alakult volna e két szektor egyenlege, ha a most az állami rendszert választók sosem lettek volna magán-nyugdíjpénztári tagok. A fenti korrekció azzal a feltételezéssel egyenértékű, hogy a háztartások fogyasztási és felhalmozási döntéseit nem érintette a tőkefedezeti pillér bevezetése – azaz az államháztartás egyenlege *ceteris paribus* a tranzakciók (tagdíjbevételek és tulajdonosi jövedelmek) összegével jobb, a háztartási megtakarítás pedig ugyanennyivel alacsonyabb lett volna.[11] Ennek megfelelően elemzési célú korrekciónk a visszalépésből eredő tőkebevétellel nem javítja az államháztartás kiegészített (SNA-) hiányát, hanem azt 1998-tól kezdve folyamatosan szétteríti. Ezt a megoldást követtük a 2009. év végi átlépés esetében is.

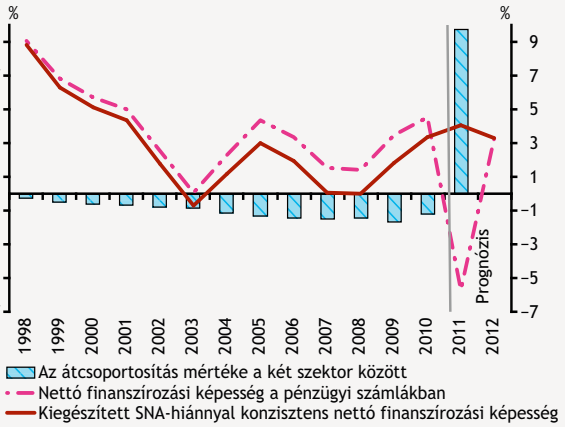
[11] Nem zárható ki persze, hogy a magánnyugdíjrendszer bevezetése nélkül az államháztartás és a háztartások viselkedése eltérően alakult volna, azonban az idősorok konzisztenciáját ez a megoldás biztosítja.

A reálhozamok 2011-es kifizetése ugyanakkor növeli a kiegészített (SNA-) deficitet, mint ahogyan azt a lakosságnál is jövedelemként vesszük számításba. Ebben az esetben ugyanis ez a tétel vélhetően hatással lesz a lakossági fogyasztásra is.

Mindez a hivatalos statisztikában ettől eltérően jelenik meg. A 2010-ben elfogadott intézkedések nyomán a nyugdíjrendszer második pillére gyakorlatilag megszűnik, ami jelentősen megnehezíti a háztartási és az államháztartási szektor 2011-es adatainak, elsősorban az első negyedéves pénzügyi számláknak az értelmezését. A nyugdíjrendszer átalakításának eredményeként a felosztó-kirovó rendszerbe visszalépők vagyona az államhoz kerül, ami jelentősen befolyásolja a lakosság pénzügyi megtakarításait is. A statisztikai elszámolás a 2009 végi átlépésekhez hasonlóan fog történni: a vagyon átadását a statisztika tranzakcióként számolja el, így a szektor pénzügyi vagyona és nettó finanszírozási képessége is az átadott vagyon nagyságával, megközelítőleg 2800 milliárd forinttal, a GDP közel 10 százalékával csökken. Így a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása 2011 első negyedévében markánsan negatívvá válik, és a kieső befizetések miatt – egyéb tényezőktől eltekintve – a későbbi negyedévekben is a korábban jellemző szint alatt alakulhat.[12] A kifizetésre kerülő reálhozam és tagdíj-kiegészítések megtakarításra fordított része azonban a harmadik negyedévben javíthatja a háztartások pénzügyi megtakarítását. Az államháztartás statisztikai egyenlegét – a háztartási szektor korrekciójával azonos mértékben, de ellenkező irányban – a befizetett vagyon javítja, a reálhozam kifizetése pedig ezt az összeget csökkenti.

5-6. ábra
A hivatalos és a kiegészített SNA-mutatóval konzisztens háztartási megtakarítások

(GDP százalékában)



[12] A nyugdíjpénztári befizetések kiesése előre tekintve évente a GDP több mint 1 százalékával tartósan csökkenti a lakosság finanszírozási képességét.

5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai

A március elején bejelentett Széll Kálmán-terv egyértelműen jelzi a kormány hiánycsökkentési szándékát. A tervben megjelenő intézkedések többsége ugyanakkor nem kellően részletezett ahhoz, hogy költségvetési hatásuk biztonsággal meghatározható legyen. Így az eddig alkalmazott előrejelzési módszertanunk szerint az intézkedéseknek csak kisebb hányadát tudjuk figyelembe venni szabályalapú előrejelzésünkben. A szabályalapú előrejelzésünk mellett 2012-re számszerűsítettünk egy alternatív pályát is, amelyben azt feltételeztük, hogy a kormányzati tervekben szereplő teljes bruttó megtakarítás megvalósul.[13]

5.3.1. FISKÁLIS EGYENLEGMUTATÓK ALAKULÁSA

A 2010. évi ESA-hiány nem ismert, de valószínűleg a 2009-es 4 százalék fölötti szint körül teljesülhetett. 2011-ben a nyugdíjpénztári átlépések következtében jelentős egyszeri bevétel keletkezik a költségvetésben, ezért az ESA-egyenleg 2,5 százalékos többletet mutathat. A nyugdíjvagyon átvételéből fakadó többletbevételek nélküli hiány azonban ismét meghaladhatja a GDP 4 százalékát. 2012-ben a Széll Kálmán-terv részletezett intézkedéseit tartalmazó szabályalapú pályánk mentén a hiány 4,6 százalék körül alakulhat. A ciklus hatására növekvő adóbevételek és a nyugdíjrendszer átalakításából származó tartósan magasabb járulékbevételek hatását ugyanis a már meghozott adócsökkentő intézkedések ellensúlyozzák.

A kormány 2011 elején létrehozott a költségvetésben egy 250 milliárd forintos stabilitási tartalékot, amivel a hiánytúllépés kockázatát kívánja kezelni. A tartalék fedezetét a kormányzat többek között kiadások zárolásával és kiadáscsökkentéseken keresztül szeretné megteremteni. A tartalékból egyelőre csak a már részletes intézkedésekkel alátámasztott megtakarításokat vettük figyelembe, ami a GDP 0,1 százalékát teszi ki. Amennyiben a teljes tartalék törlésre kerül, akkor adótartalom nélkül 0,5-0,6 százalékponttal javulhat a 2011-es egyenleg. Ez azonban tartós intézkedések hiányában a 2012-es egyenleget nem javítja.

Az alternatív pályában bemutatott előrejelzésünk szerint az intézkedések becsült közvetlen és közvetett adóbevételcsökkentő hatását is figyelembe véve a Széll Kálmán-terv

[13] A szabályalapú és az alternatív hiány-előrejelzés elkészítésekor az alkalmazott makrogazdasági előrejelzésekben is figyelembe vettük a költségvetési intézkedések eltérő hatását és így az adóbevételekben jelentkező kiesést is. A makrogazdasági és szakértői kockázatok bemutatására szolgáló költségvetési legyezőábrát ezúttal kihagytuk. Ennek egyik oka, hogy a makrogazdasági pálya kockázati eloszlása a jelenlegi előrejelzési szabály értelmében eleve szimmetrikus, másik oka, hogy a bizonytalanság most elsősorban a költségvetési intézkedések részleteit illetően jelentkezik, amit ez a legyezőábra nem kezel.

5-2. táblázat
Államháztartási egyenlegmutatók
(GDP százalékában)

	2010	2011	2012	
	ténybecslés	előrejelzés		alternatív
ESA-egyenleg	−4,4	2,5	−4,6	−3,6
SNA-egyenleg	−3,7	−6,8	−5	−4
Ciklikus komponens	−2,4	−1,7	−1	−1,3
Ciklikusan igazított SNA-egyenleg	−1,3	−5,1	−4	−2,6

végrehajtásával 2012-ben a deficit a GDP 3,6 százaléka lehet. A hiánymutató az adóbevételek ciklikus emelkedése révén csak középtávon süllyedhet 3 százalék alá.

Bár a végleges költségvetési hiányadat még nem ismert, a pénzügyi számlák adatai alapján 2010-ben az ESA-hiány várhatóan a GDP 4,4 százaléka körül alakult.[14]

Az államháztartás további intézkedések nélküli középtávú pozícióját kifejező mutatónk, a ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg, az ún. *középtávú pozíció* a nyugdíjpénztári átlépésekből számított egyszeri tőkebevételt a múltra teríti szét, így alakulása az ESA-hiánynál jobban tükrözi a költségvetés helyzetét hosszabb távon meghatározó, tartós folyamatokat.[15] Ezért érdemes ennek a mutatónak az alakulását elemezni.

Egy többéves kiigazítási folyamat eredményeképpen 2010-ben a középtávú pozíció eddigi legkedvezőbb értékét érte el. 2011-ben az adókiengedések és a nyugdíjpénztári reálhozam-kifizetések hatására a középtávú pozíció jelentősen romlik, és szabályalapú előrejelzésünkben 2012-ben is csak kismértékben javul.

A fenti folyamatok tükröződnek az ESA-hiánymutató alakulásában is. A 2011-es javulás a nyugdíjpénztári visszalépésekből származó egyszeri többletbevételnek köszönhető, ezt figyelmen kívül hagyva előrejelzésünk szerint az ESA-hiány 2011–2012-ben is 4 és 5 százalék között alakul.

Szabályalapú előrejelzésünk mellé alternatív pályát is készítettünk. 2011. március elején ugyanis a kormány bejelentette a Széll Kálmán-tervet, amely 2012-re 1,8 százalékpontnak megfelelő bruttó hiánycsökkenést kíván elérni. Korábban is alkalmazott előrejelzési elveinknek megfelelően ebből csak 0,3 százalékpont bruttó hatást vehettünk figyelembe szabályalapú előrejelzésünkben. Amennyiben a többi 1,5 szá-

[14] Az előzetes pénzügyi számlák alapján ennyi lehet a tranzakciók miatti állományváltozás. A múltban ez kisebb mértékben eltért a bevétel-kiadás különbségeként meghatározott ESA-deficittől, azonban annak áprilisi publikálásáig ezt a pozíciót feltételezzük.
[15] Erről lásd az 5-1., valamint az 5-2. keretes írásokat.

zalékpont is realizálódna, akkor – az intézkedések adóhatásával nettósítva – 1 százalékponttal javulna az ESA, és 1,4 százalékponttal a ciklikusan igazított kiegészített SNA-deficit. Az alternatív pálya teljesülése esetén tehát 2012-ben még nem érhető el a 3 százalékos hiány, de reális lehet a 3 százalék alatti középtávú deficit.

5-2. keretes írás

Hogyan jelenik meg a nyugdíjpénztárakból történő visszalépés hatása az államháztartás középtávú pozíciójában

A középtávú fiskális pozíció becslésére a ciklikusan igazított kiegészített SNA-hiányt alkalmazzuk, ami korrigálja az ESA-mutatót az automatikusan visszaforduló hatású tételekkel. Ilyennek tekinthető a költségvetés ciklikus komponense, valamint azok a kvázifiskális kiadások (például a MÁV adósságának éves növekedése), amelyek utólag (adósságrendezéskor) jelennek meg ESA-kiadásként. Tavaly visszaforduló tételként azonosítottuk a nyugdíjpénztárakból 2009–2010-ben visszalépők vagyonbefizetését, amit egyösszegű elszámolás helyett járulékbevételként visszakorrigáltunk 1998-ig, mintha az mindig állami járulékbevétel maradt volna. Ugyanezt a megoldást alkalmaztuk a 2011. évi magán-nyugdíjpénztári tőkebevétel esetében is. Ennek megfelelően a visszaforduló tőketranszferek (adósságrendezés) folyó kiadásként és a vagyonbefizetés folyó járulékbevételként jelennek meg a kiegészített SNA-egyenlegben, és így az ESA- és a kiegészített SNA-egyenlegek szintje az elmúlt időszak „normál” éveiben közelebb kerül egymáshoz.

5.3.2. ELŐREJELZÉSÜNK VÁLTOZÁSA NOVEMBERHEZ KÉPEST

Az ESA-egyenlegre és a középtávú államháztartási pozícióra vonatkozó előrejelzésünk jelentősen módosult a novemberi inflációs jelentéshez képest. Az ESA-egyenlegre legnagyobb hatással a nyugdíjpénztári visszalépés arányának és ütemezésének változása volt. Az adóbevételek 2010-es és 2011 elején megfigyelhető csökkenése azonban részben tartós, a középtávú pozíciót is rontó hatású. A 2011-es költségvetés elfogadása során megemelt kiadások is tartósan rontják az államháztartás helyzetét, 2012-től kezdve azonban már szabályalapú előrejelzésünkben is megjelennek (részben a Széll Kálmán-terv egyes részei kapcsán) egyenlegjavító intézkedések.

ESA-előrejelzésünk változására legnagyobb hatással a nyugdíjpénztári visszalépés megvalósulásának novemberi feltételezésünktől való eltérése volt. Novemberben még azzal számoltunk, hogy a költségvetési törvényben szereplő (GDP 1,9 százalékának megfelelő) tőkebevétel 2011 végén realizálódik, és hasonló mértékű tőkebevétel csúszik át 2012 elejére. Ez azt jelentette, hogy a járulékbevételek is ennek megfelelő arányban (38 százalék) csoportosultak volna át 2012-től.

Jelenlegi becslésünk szerint a nyugdíjpénztári visszalépés vagyonarányosan eléri a 90 százalékot, és teljes egészében 2011-ben kerül elszámolásra. Az ebből eredő tőkebevételek

5-3. táblázat
Változás a novemberi előrejelzéshez képest

	2010	2011	2012
Ciklikusan igazított SNA-egyenleg eltérése I+II-III	**0,9**	**–2,1**	**–0,4**
I. ESA-előrejelzés változása 1+2+3+4	**–0,6**	**5,2**	**–1,6**
1. Nyugdíjpénztári átlépés eltérése	**.**	**6**	**–0,8**
nyugdíjhoz kapcsolódó tőkebevétel	.	7,2	
nyugdíjhoz kapcsolódó járulék	.	0	0,6
költségvetési kamategyenleg	.	0,2	0,3
MÁV-adósság átvállalása	.		0
2. 2010-es bázis hatása	**–0,6**	**–0,5**	**–0,4**
társasági és fogyasztási adók	–0,3	–0,3	–0,2
önkormányzati hiány (iparűzési adó kiesése)	–0,2	–0,1	–0,1
egyéb	–0,1	–0,1	–0,1
3. 2011-es költségvetési törvény elfogadása	**.**	**–0,3**	**–0,3**
szervek többletkiadása a benyújtotton felül	.	–0,2	–0,2
önkormányzati támogatás miatt alacsonyabb kiigazítás	.	–0,1	–0,1
4. 2011–2012-es hatások	**.**	**–0,4**	**0**
jövedéki adó és járulék kiesése	.	–0,3	–0,3
társasági adó csökkenése a sporttörvény miatt	.	–0,1	–0,1
pénzintézeti különadó társasági adó leírásával nettósítva	.	0	0,2
kiadásmegszűnés (EU-elnökség)	.	0	0,1
egyéb (pl. transzferek)	.	0	0,1
II. SNA-korrekció eltérése	**1,2**	**–7,3**	**1,5**
nyugdíjhoz kapcsolódó tőkebevétel	.	–7,2	1,8
nyugdíjhoz kapcsolódó tőkebevétel szétterítése	0,6	0	0
MÁV-adósság átvállalása	.	1	0
reálhozam kifizetése	.	–0,7	0
egyéb (pl. kvázifiskális kiadás)	0,6	–0,4	–0,3
III. Ciklikus komponens eltérése	**–0,3**	**0**	**0,3**

ezért 2011-ben magasabbak, mint korábban feltételeztük, 2012-ben viszont nem lesz ilyen típusú bevétel. A magasabb arányú visszalépés tartósan növeli a járulékbevételt, és a költségvetés kamategyenlegére kifejtett kedvező hatása is nagyobb mértékű. Új információ, hogy a tőkebevétel egy részét a MÁV korábbi években felhalmozódott adósságának átvállalására fordítaná a kormány.

Jelentős súlyú és részben tartós, 2011–2012-es éveket is érintő hatású, hogy az adóbevételek egy részénél a 2010. évi teljesülés rosszabb lett az előrejelzésünknél. A társasági, fogyasztási és iparűzési adó (utóbbin keresztül pedig az önkormányzati hiány) kedvezőtlenebb lett.

A 2011. évi költségvetési törvény elfogadása során a központi szervek és az önkormányzatok támogatását olyan módon emelték meg, hogy azokat csak formálisan ellentételezték egyes bevételi előirányzatok intézkedés nélkül történő emelésével.

Előrejelzésünket változtatták a 2011-es és 2012-es éveket érintő információk is. A 2011. év eddigi adatai alapján a jövedéki adók és járulékok elmaradhatnak korábbi várakozásunktól. A társaságiadó-bevételt az a kedvezmény csökkentheti (főleg jövő évtől), amely szerint leírhatók a sporttámogatás bizonyos fajtái. A Széll Kálmán-tervből elfogadtuk azt, hogy a pénzintézeti különadó mértéke fennmarad 2012-re, és nem csökken felére, mint korábban feltételeztük. Ez a GDP 0,3 százalékát jelentő intézkedés csak 0,25 százalékponttal javítja a hiányt, mert leírható a társasági adóalapból. Automatikusan csökken a 2012. évi kiadás azzal, hogy kikerülnek az EU-elnökséghez kapcsolódó kiadások. A stabilitási tartalékhoz kapcsolódó idei intézkedések hatására főleg jövőre csökkenhet a közlekedés fogyasztóiár-kiegészítése, valamint a Széll Kálmán-terv részét képező és már elfogadott táppénzintézkedés (utóbbi hatása minimális).

Az ESA-egyenleget érintő nagyobb változások egy része a kiegészített SNA-szemléletben nem jelentkezik (korrigálásra kerül). Így a MÁV adósságának átvállalását a kiegészített SNA-deficitben nem kell elszámolni, mert a MÁV finanszírozási igényét minden évben hozzáadjuk a hiányhoz. Hasonló módon kivettük a kiegészített SNA-bevételek közül a nyugdíjrendszer átalakításához kapcsolódó 2011. évi tőkebevételt, amely a GDP 7,2 százalékával magasabb lehet a korábbi feltételezésnél, azonban 2012-ben nincs szükség 1,8 százalékpontos korrekcióra. A magasabb arányú visszalépésből eredő többletjárulék-bevételt (0,6 százalékpont) már 1998 és 2010 között figyelembe vettük. A lakosság jövedelmét növelő reálhozam-kifizetést szintén elszámoltuk a kiegészített SNA-korrekciók között.

5.4. A 2012. évi szabályalapú előrejelzésünk és az alternatív pálya

Szabályalapon 2012-re csak a már elfogadott, vagy megfelelően részletezett intézkedésekkel számolunk, így a Széll Kálmán-terv egyenlegjavító hatásának csak egyötödét vehetjük figyelembe. Szabályalapú pályánkban azon kiadási tételek esetében, ahol nem történt konkrét intézkedés, a potenciális GDP növekedéssel megegyező mértékű bővülést feltételeztünk. Ez az előrejelzési alapelv megegyezik a nemzetközi gyakorlattal és a ciklikus igazítás elveivel. Mivel a változatlan fiskális politikát a központi kormányzatra értelmezzük, ezért az önkormányzatok esetében 2011-ben és 2012-ben fokozatos kiigazításra számítunk (vagyis nem feltételezzük, hogy 2010-es deficitjük választási években szokásos magas szintjét fent tudnák tartani). Annak érdekében, hogy azt is bemutassuk, hogy a Széll Kálmán-terv szabályalapú pályából kimaradó része milyen hatással lehet az államháztartás egyenlegére, a becsült kieső adótartalommal nettósítva egy alternatív pályát készítettünk. Ez azt jelenti, hogy a szabályalapú előrejelzés és az alternatív forgatókönyv eltérő makrogazdasági pályára épült. Amennyiben az év során a kormányzati intézkedések részletei ismertté válnak, akkor hatásukat figyelembe vesszük szabályalapú előrejelzésünkben.

5-4. táblázat
A Széll Kálmán-terv és a szabályalapú pálya eltérése 2012-ben
(a GDP százalékában)

Megnevezés	
1. Széll Kálmán-terv bruttó hatás	1,8
2. Pénzintézeti különadó és táppénz szabályalapú pályában	−0,3
3. Szabályalapú pályában nem szereplő bruttó hatás (1+2)	1,5
4. Közvetlen és áttételes adótartalom (becslés)	0,6
5. Szabályalapú pályában nem szereplő nettó hatás (3−4)	0,9
6. Kamatmegtakarítás (becslés)	0,0
7. Szabályalapú és normatív pálya különbsége (5+6)	1,0

2011. március elején a kormány bejelentette a Széll Kálmán-tervet, amelynek célkitűzése a deficit csökkentése 2012–2014 között. Szabályalapú előrejelzésünk 2012 vonatkozásában csak a kellően részletezett intézkedéseket, nevezetesen a pénzintézeti különadó összegének fenntartását és a táppénz szigorítását vehette figyelembe.

A terv többi keretszáma egyelőre normatív jellegűnek tekinthető, mert a megtakarítandó összegek részletes lebontása és átvezetése a költségvetés egyéb sorain nem történt meg. Ez azt jelenti, hogy az egyes intézkedésektől várható bruttó megtakarítás éppúgy nem állapítható meg, mint ahogy az adóbevételekre gyakorolt közvetlen és a makropálya változásán keresztül megvalósuló áttételes hatás sem.

Ezen túlmenően olyan áttételes hatások sem számszerűsíthetők, hogy az egyes területeken elért megtakarítás milyen költségvetési többletkiadásokat eredményezhet (például egyes szociális juttatásokból kiszorulók esetlegesen milyen más juttatásokra lesznek jogosultak).

A Széll Kálmán-terv tényleges nettó hatásának számszerűsítését nehezíti továbbá, hogy a tervvel kapcsolatban felmerülő költségek finanszírozásának forrásául gyakran az új Széchenyi Terv EU-forrásai kerülnek megjelölésre. Ennek hatása nehezen ítélhető meg, hiszen a korábbi kiadások kiváltásából várt hiánycsökkenés korlátokba ütközhet.

Amennyiben csak a várható közvetlen és közvetett adóhatásokra készítünk becslést, illetve a finanszírozási igény csökkenéséből adódó kamatmegtakarítást számszerűsítjük, akkor az adódik, hogy a szabályalapú pályánál a GDP 1 százalékával kedvezőbb egyenleg alakulna ki 2012-ben.

Az 5-5. táblázatban részletesen bemutatjuk, hogy szabályalapú alappályánk hogyan készült 2012-re. Az „intézkedések nélküli" kiadási pálya alapelve megegyezik a nemzetközi gyakorlattal és a ciklikus igazítás elveivel, ami szerint a kiadási oldal jelentős része a potenciális GDP ütemével nő. A táblázatból három tényező hatását szeretnénk kiemelni.

Egyrészt a fejezeti kiadások 2010-es bázisát csak az EU-elnökség bevételével csökkentettük. Nem számoltunk tehát azzal, hogy a GDP 0,8 százalékát kitevő idei zárolás beépülhet a bázisba, mert szabályalapon nem fogadhatjuk el, hogy tényleges intézkedés nélkül a fejezetek nettó kiadása tovább csökkenthető. Az utóbbi években ugyanis az év végén mesterségesen kellett a kiadásokat visszafogni a tervezett szint teljesítése érdekében, és ez nem fenntartható. Nem ismert, hogy az átmenetileg leszorított kiadások miatt mekkora kiadási feszültséget kellene kezelni, és ez a nagyobb deficit irányába mutató kockázat lehet.

Fontos kiemelni azt is, hogy az EU-források 2010-ben jelentősen nőttek, alap-előrejelzésünk szerint azonban ez a bevétel még dinamikus növekedés mellett sem éri el a 2011-es előirányzatot és a 2012-es terveket. Elvben az EU-bevétel nem javítja a hiányt, mert többletkiadást eredményez, 2012-ben ezzel is számoltunk. Ezzel szemben meglevő kiadások kiváltása esetén – és a Széll Kálmán-terv említi is – javíthatja a hiányt. Mivel a beruházási kiadásoknál ez a kiváltás a korábbi években már bekövetkezett (költségvetési beruházások csak EU-forrásból valósulhatnak meg), ezért legfeljebb a folyó kiadásoknál történhet ilyen, ennek azonban korlátai vannak.

Végül az önkormányzatok államháztartáson belül kapott GDP-arányos forrásai a 2011-es csökkenés után 2012-ben emelkedhetnek. Az átengedett szja-bevételt mérsékli a 2010-es szja-csökkentés hatása, de ezt a 2012-es költségvetési kitekintés alapján a költségvetés támogatása bőven kompenzálja. Mivel ezt szabályalapú pályánkon elfogadtuk, ezért ez részben biztosítja a finanszírozhatatlanul magas deficit szükséges csökkentését. Emellett azonban kénytelenek az önkormányzatok is alkalmazkodni.

5-3. keretes írás

A 2012. évi szabályalapú pálya költségvetési tételeinek előrejelzési módszere

5-5 táblázat
A 2012. évi szabályalapú pálya

Bevételek	
Költségvetés, tb és elkülönített alapok	
szja-bevétel	2011-es bázis szorozva bérindexszel, szuperbruttósítás felének és adójóváírás felének kivezetése
társaságiadó-bevétel	2011-es bázis szorozva nominális GDP-vel, sporttámogatás és veszteségelhatárolás csökkenő hatása
járulékbevétel	2011-es bázis szorozva bérindexszel, magánnyugdíjpénztárban maradó járulék levonása
fogyasztási adók	2011-es bázis szorozva fogyasztás nomiális indexével
ágazati különadók	változatlan nominális összeg
EU-források	becslés
fejezetek és szervek egyéb bevétele	2011-es bázis potenciális növekedéssel szorozva
kamatbevétel	becslés (hozamok alapján)
Helyi önkormányzatok	
ár- és díjbevételek	középtávú trend alapján
kamatbevétel	becslés (hozamok alapján)
helyi adóbevételek	2011-es bázis szorozva GDP-vel
átengedett szja-bevétel	2010-es összes szja-bevétel 40 százaléka
támogatás költségvetéstől, tb-től, alapoktól	tb-től: 2011-es bázis potenciális növekedéssel, költségvetéstől: 2012. évi kitekintés alapján
EU-források	becslés
Kiadások	
Költségvetés, tb és elkülönített alapok	
vállalati támogatások	2011-es bázis potenciális növekedéssel szorozva, Malév-támogatás és árkiegészítés csökkentésének hatása
családi támogatások	2011-es bázis fogyasztóiár-indexszel szorozva
fejezetek és szervek bevétellel fedezett támogatása	összege megegyezik az EU-források és egyéb bevételek összegével
fejezetek és szervek nettó támogatása	2011-es bázis potenciális növekedéssel szorozva, korrigálva EU-elnökség kiadásainak kiesésével
önkormányzatok támogatása	tb-től: 2011-es bázis potenciális növekedéssel költségvetéstől: 2012. évi kitekintés alapján
lakásépítés támogatása	becslés
kamatkiadás	becslés (hozamok és várható kibocsátások alapján)
MNB-veszteségtérítés	MNB-prognózis
nyugdíjkiadás	2011-es bázis nyugdíjasár-index és 3%-os növekedés felett a reálbér egy része
egyéb lakossági transzfer	2011-es bázis potenciális növekedéssel, táppénzintézkedéssel korrigálva
egészségügy támogatása	költségvetési törvény kitekintésének elfogadása
munkanélküliek támogatása	munkanélküliség változása, szorozva a bértömeg változásával
aktív foglalkoztatáspolitika kiadása	költségvetési törvény kitekintésének elfogadása
Helyi önkormányzatok	
kamatkiadás	becslés (hozamok alapján)
elsődleges kiadások	becslés, kiigazítást feltételezve

5.5. Az államadósság várható alakulása

Az államháztartás bruttó adóssága 2010 végén a GDP 80,3 százaléka volt, ami előrejelzésünk szerint az adósságráta tetőzését jelenti, ugyanis 2011-től a GDP-arányos adósság csökkenésére számítunk. Az adósságráta csökkenését egyrészt a gazdasági növekedés megindulása, másrészt a nyugdíjrendszer átalakításából eredő hatások okozzák.

5-6. táblázat
A magánnyugdíjpénztáraktól eredő portfólióbevétel adósságcsökkentő hatásának levezetése
(a GDP százalékában)

1. Teljes portfólió	10,8
2. Magánnyugdíjpénztárban maradók vagyona	1,1
3. Kifizetendő reálhozam	0,7
4. Állami költségvetéshez kerülő portfólió (1–2–3)	9,1
ebből:	
5. állampapír	4,1
6. memo: diszkont kincstárjegy és éven túl lejáró állampapír	4,0
7. egyéb eszközök	5,0
8. memo: 2011-ben felhasznált eszközök	3,2
9. Adósságcsökkentő hatás (6+8)	7,2
10. A portfólióbevételből fennmaradó eszközállomány (7–8)	1,8

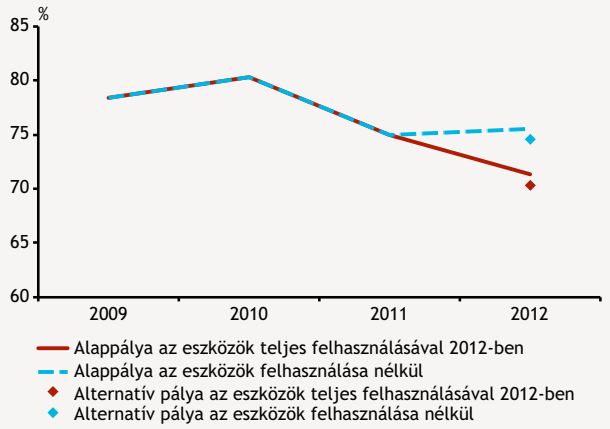
2011-ben az adósságrátát az alapvető folyamatok mellett jelentősen befolyásolja egyszeri hatásként a magánnyugdíjrendszerben felhalmozott portfólió döntő részének állami tulajdonba kerülése. A teljes portfólió 2010 végén a GDP mintegy 11 százaléka volt, amelyből levonva a magánnyugdíjpénztárban maradó tagok vagyonát és a kifizetendő reálhozamot, becslésünk szerint a GDP 9 százaléka kerülhet az államhoz. A portfólión belül különbséget kell tenni az állampapírok és egyéb eszközök között. Az állampapírokat az adósságkezelő bevonja, így értékükkel azonnal csökken az államadósság. A bevont állampapírok – már év közben érvényesülő – adósságcsökkentő hatása a GDP 4 százaléka lehet.[16]

A portfólióban lévő egyéb eszközök, amelyek a GDP 5 százalékára rúgnak, a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alapba kerülnek. Az alap fokozatosan járulhat hozzá az adósságráta mérséklődéséhez azáltal, hogy a kormány – adósságelemek kibocsátása helyett – ennek felhasználásával fedezheti finanszírozási igényének egy részét. Az MNB által becsült költségvetési hiány, adósságlejáratok és egyéb tételek fedezéséhez – elfogadva az adósságkezelő 2011. évi kibocsátási tervét – a kormánynak ebben az évben a GDP 3,2 százalékával megegyező összeget kell felhasználnia az alapból, ami hasonló mértékben csökkenti az adósságrátát ahhoz képest, mintha ezt kötvénykibocsátással fedeznék. A bevétel fel nem használt része az állam rendelkezésére álló forrásokat gyarapítja.

2011-ben várhatóan a GDP 5 százalékával csökken az adósságráta. Az adósság alakulását meghatározó szokásos folyamatok (az egyszeri portfólióbevétel nélkül, de a MÁV adósságának átvállalásával számított költségvetési hiány, devizaárfolyam, hozamok) az adósság kisebb emelkedését

[16] Az állampapír-portfólióból a 2011-es lejáratú kötvényeknek nincs adósságcsökkentő hatása, mert azok egyébként is törlesztésre kerültek volna. E kötvények bevonása kismértékben csökkenti a refinanszírozási igényt, de feltételeztük, hogy az adósságkezelő nem reagál erre a kötvénykibocsátások mérséklésével. A diszkont kincstárjegyek esetében eltérő feltételezéssel éltünk, és a bevont portfólió 2011-ben lejáró részével csökkentettük a kincstárjegy-kibocsátásokra vonatkozó korábbi prognózisunkat. Összességében tehát a bevont állampapír-portfólióból az éven túl lejáró kötvények és a diszkont kincstárjegyek – amelyek együtt a szóban forgó portfólió szinte egészét kiteszik – csökkentik a 2011. végi adósságszintet.

5-7. ábra
A bruttó államadósság alakulása
(a GDP százalékában)



okoznák, de ezt ellensúlyozza az egyszeri portfólióbevételnek GDP több mint 7 százalékát kitevő hatása.

2012 elején a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alapból, valamint a korábban felhalmozott betétekből (az IMF-, EU-hitelek fel nem használt részéből) várhatóan még jelentős összeg, a GDP több mint 5 százaléka áll majd a kormány rendelkezésére. Az adósságráta alakulása jelentősen függ majd attól a döntéstől, hogy ebből mekkora részt használnak fel. A felhasznált összeg ugyanis az újabb adósságelemek felvételét helyettesíti, azaz csökkenti az adósságrátát, de egyben mérsékli a későbbi évek esetleges finanszírozási nehézségeinek áthidalására elérhető tartalékot. Azt a két szélsőséges pályát mutatjuk be, hogy (i) a kormány 2012-ben egyáltalán nem nyúl ezekhez a forrásokhoz, illetve ha (ii) szinte teljes egészében már 2012-ben felhasználja. Az így adódó két adósságpálya közötti különbség 2012 végén a GDP mintegy 4 százaléka, és a tényleges adósságráta várhatóan e két pálya által határolt sávon belül alakul majd.

A 2012 végén kialakuló adósság függ továbbá a költségvetési hiány mértékétől. Költségvetési szabályalapú pályánk szerint magasabb sávban mozoghat az adósságráta, mint a Széll Kálmán-terv nettó költségvetési hatását figyelembe vevő alternatív forgatókönyv szerint.

Az adósságráta néhány év után kialakuló szintjét nem befolyásolja, hogy az állam pontosan mely években használja fel a rendelkezésére álló finanszírozási tartalékot. A tartalék felhasználása mindenképpen csökkenti az adósságrátát, és minden mást változatlannak feltételezve, bizonyos idő elteltével azonos adósságráta alakul ki, bármilyen volt is a felhasználás ütemezése.

6. Kiemelt témák

6.1. Monetáris Politikai Modell (MPM) – rövid leírás az MNB új előrejelző modelljéről

2011 első negyedévétől az MNB előrejelzési és döntés-előkészítő tevékenységét új eszköz, a Monetáris Politikai Modell (MPM) támogatja. Ebben az egyszerű mondatban több fontos állítás is benne foglaltatik, amelyeket érdemes külön-külön is kifejtetnünk. Ennek megfelelően elemzésünk célja, hogy rövid áttekintést adjon az új modell használatának legfontosabb sajátosságairól és alkalmazásának várható előnyeiről.

Hogyan illeszkedik az új modell az MNB előrejelzési és döntés-előkészítő munkáiba?

Az új modell működését az alábbiakkal jellemezhetjük:

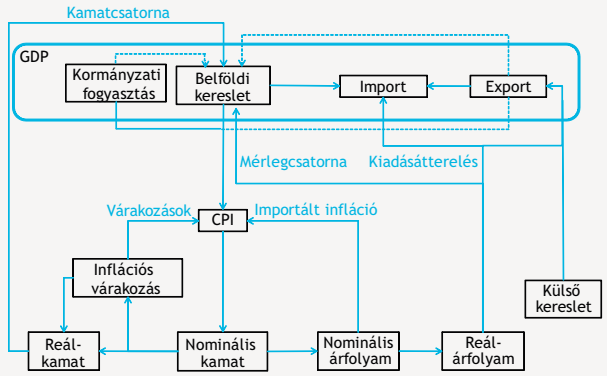
1. A modell csak hátteret, támogatást nyújt. Eszköz ahhoz, hogy egységes keretbe, logikailag konzisztens rendszerbe szervezze a szakértői tudásunkat. Az előrejelzés és a banki elemző munka nem változik abban az értelemben, hogy ezután is az egyes területek szakértőinek legjobb tudását jelenítjük meg. A magyar gazdaság alapvető összefüggéseiről továbbra is ugyanazt gondoljuk, és ezt a tudást tükrözi az új eszközünk is.

2. Az előrejelzést és a monetáris döntések megalapozását ugyanazzal az eszközzel végezzük. Előrejelzéseinkben eddig azt tettük fel, hogy a monetáris kondíciók az előrejelzési horizonton változatlanok. Fontos újítás, hogy az előrejelzésünket ezentúl olyan modellre építjük, amely expliciten megjeleníti a monetáris politikai döntések mozgatórugóit és a monetáris transzmisszió legfontosabb csatornáit. Az új modell minden előrejelzési fordulóban nyílttá teszi, hogy milyen monetáris kondíciók szükségesek a prognosztizált makropályához, vagyis az előrejelzéssel párhuzamosan támogatást nyújt a kamatdöntésekhez is. (Az endogén kamatpálya szerepéről lásd 1-1. keretes írásunkat.)

3. Az új eszköz a monetáris politika meghatározói és következményei köré szerveződik. Korábbi modelljeink jellemzően alulról (a szektorális összefüggések aggregálásából) építkeztek, így igen részletes és erősen dezaggregált

képet nyújtottak a magyar gazdaságról. A monetáris politika transzmissziója – éppen azért, mert az előrejelzés a változatlan monetáris kondíciók feltevésével készült – nem játszott központi szerepet bennük. Az MPM ebből a szempontból új szemléletet jelent, hiszen némiképp elnagyoltabb képet fest a magyar gazdaságról, viszont nagyon részletesen kidolgozza a monetáris politika hatásmechanizmusát.

6-1. ábra
Az MPM működésének sémája



A modell szerkezetét a 6-1. ábra írja le a legtömörebben.

A legfontosabb interakciók az ábra függőleges tengelye mentén, a belföldi kereslet (reálgazdasági konjunktúra), az infláció (a monetáris politika célváltozója) és az irányadó kamat (a monetáris politika eszközváltozója) között zajlanak. A monetáris politika szigorúbbá válása, vagyis a nominális kamatszint emelése a következő csatornákon keresztül hat a gazdaságra.

1. *Árfolyamcsatorna:* A magasabb hazai kamatpálya (minden egyéb változatlansága mellett) vonzóbbá teszi a forintban denominált eszközöket, így a forint iránti kereslet emelkedéséhez és a hazai valuta felértékelődéséhez vezet. Az erősebb nominális árfolyam az importárak mérséklődésén keresztül közvetlenül is csökkenti az inflációt (importált infláció). Az árfolyam a reálgazdaságot is érinti, mégpedig az infláció szempontjából két, egymással ellentétes hatáson keresztül. A felértékelődés egyrészt rontja a hazai vállalatok versenyképességét (kiadásátterelés), ami visszafogja a konjunktúrát, így mérsékli az áremelkedést. Másrészt azonban a hazai szereplők jelentős devizaadóssága miatt a felértékelődés növeli a rendelkezésre álló jövedelmet (csökkenti a devizaadósság állományát és átértékeli a törlesztőrészleteket), így a belföldi kereslet élénkül, ami ceteris paribus magasabb inflációt okoz.

2. *Kamatcsatorna:* A nominális kamatemelés rövid távon ragadós árak mellett magasabb reálkamathoz vezet, így megváltoztatja a magánszektor legfontosabb keresleti döntéseit. Egyrészt a reálkamat emelkedése arra ösztönzi a háztartásokat, hogy jövedelmüket nagyobb arányban takarítsák meg, vagyis átmenetileg kevesebbet fogyasszanak. Másrészt a vállalatok számára is vonzóbbá teszi beruházásaik elhalasztását. A két tényező egymást erősíti, így a belföldi kereslet csökken, és a keresleti oldali inflációs nyomás mérséklődik.

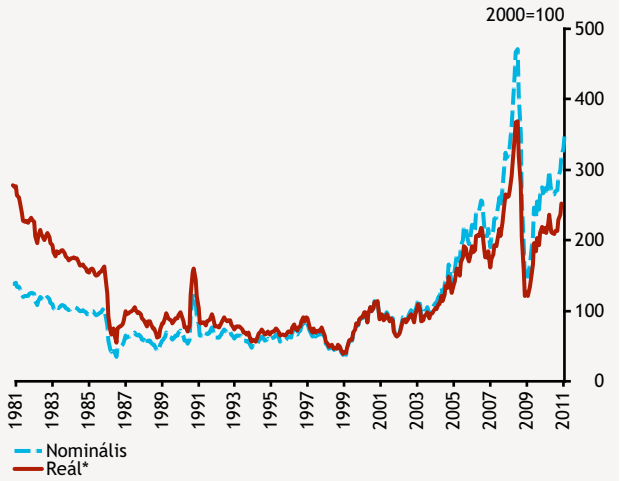
3. *Várakozási csatorna:* A monetáris politika nemcsak az adott időszak folyamatain keresztül érvényesül, hanem befolyásolja a magánszektor várakozásait is. A szigorúbb monetáris kondíciók hatására a hazai szereplők azt is megértik, hogy a jegybank elkötelezett az alacsonyabb

infláció mellett, így (mivel a modell feltevései szerint hitelesnek tartják a monetáris politikát) mérséklik a jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásaikat is. Mivel a magánszektor előre tekintő döntéseket hoz, az alacsonyabb inflációs várakozás már a mai árazási döntésekre és bérkövetelésekre is hatással van.

Az MPM jellegzetes vonása, hogy az üzleti ciklus időtávjára (az 1–3 éves, ún. előrejelzési horizontra) tervezett modell. Ez azt jelenti, hogy a modell a reálváltozók ciklikus komponensére, vagyis a trendtől vett eltérésükre összpontosít. Elsősorban azért, mert úgy véljük, hogy a monetáris politika a konjunktúraciklus horizontján tud reálgazdasági hatást kifejteni, a trendszerű folyamatok jellemzően kívül esnek a monetáris politika hatókörén. A modell szempontjából ez azt jelenti, hogy a legfontosabb viselkedési összefüggések a nominális változók (infláció, árfolyam, kamat) és a reálváltozók (GDP és résztételei, külső kereslet) ciklikus komponensei között érvényesülnek. Minden reálváltozó egy trendszerű és egy ciklikus komponensre oszlik. Az előrejelzési horizonton érvényes trendeket a modellen kívül, a szakértői tudás alapján húzzuk be úgy, hogy a középtávú felzárkózási képünkkel (például a *Elemzés a konvergenciafolyamatokról* 2010-es számának megállapításaival) összhangban legyenek. A monetáris politika szempontjából legfontosabb ciklikus változónk a kibocsátási rés (output gap), amely az aggregált túlkereslet mértékét adja meg, így a reálgazdasági eredetű inflációs nyomást írja le, és közvetlenül is megjelenik a monetáris politika reakciófüggvényében. Kitüntetett szerepe és közvetlen monetáris politikai relevanciája miatt erre a változóra sokféle módszerrel adunk ténybecslést.

6.2. Az emelkedő olajárak hatása a magyar gazdaságra

6-2. ábra
A kőolaj világpiaci ára



** A reálár az USA fogyasztóiár-indexével deflált árszint.*
Forrás: IMF.

A világpiaci energiaárak az elmúlt években erőteljesen ingadoztak. A 2000-es évek első felében trendszerű áremelkedést figyelhettünk meg, ami 2008 első felében tetőzött. Ekkor a kőolaj hordónkénti ára elérte a 130 dollárt. A súlyos nemzetközi recesszió hatására néhány hónap alatt mintegy 60 százalékos árcsökkenés következett be. Ám 2009-től a reálgazdaság kilábalásával párhuzamosan ismét intenzív áremelkedést figyelhettünk meg, és 2011 elején a fokozódó geopolitikai bizonytalanságok miatt ismét 100 dollár fölé emelkedett az olajár.

Az energiaárak ingadozásai az inflációs és növekedési kilátásokat is érdemben befolyásolják. Az alábbiakban bemutatjuk, hogy az energiaárak milyen csatornákon keresztül hatnak a makrogazdaságra.[17] Ezt követően az MNB új előrejelző modellje segítségével számszerűsítjük az olajársokkok hazai hatásait.

Hogyan hat az olaj drágulása?

Az energiahordozók drágulása jövedelmet csoportosít át az energiaimportőr országoktól az exportőrök felé. A legfontosabb kínálati oldali hatás, hogy az importőr országokban a növekvő termelési költségek miatt visszaesik a vállalatok által megtermelt hozzáadott érték. A kereslet is mérséklődik: csökken a háztartások elkölthető jövedelme, ami visszaveti a fogyasztást, különösen az energiaigényes tartós fogyasztási cikkek (pl. autók) iránti keresletet. Továbbá a termelésnek követnie kell a kereslet szerkezetváltozásait, ami a strukturális munkanélküliség növekedéséhez vezethet. Végül a romló termelési kilátások a beruházási aktivitást is visszavethetik.

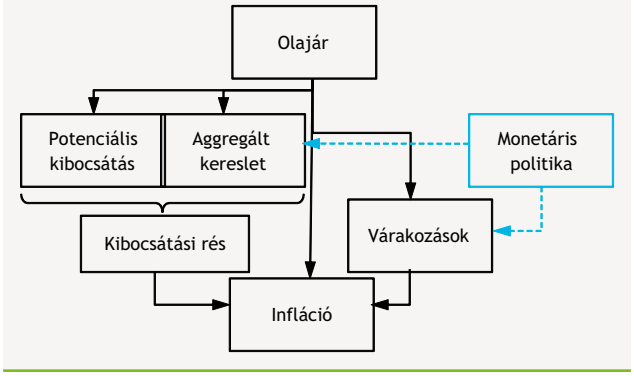
A fenti hatások mind a potenciális kibocsátás csökkenéséhez vezethetnek. Ám ezt több hatás ellensúlyozhatja. Egyrészt a vállalatok az olajat más termelési tényezőkkel (más energiahordozókkal, tőkével vagy munkával) helyettesíthetik. Másrészt a háztartások a jövedelmi pozíciójuk fenntartása érdekében növelhetik munkakínálatukat. Végül élénkülhet az olajexportőr országokba irányuló kivitel.

[17] Az olajársokkok hatásait részletesebben tekinti át pl. Kilian, L. (2008): The economic effects of energy price shocks, *Journal of Economic Literature*, Vol. 46 No. 4, pp. 871–909 (December).

Az energiaárak emelkedése három csatornán keresztül befolyásolja az inflációt. Egyrészt közvetlenül drágul a fogyasztók által közvetlenül vásárolt energia. Másrészt a maginflációs termékkörben emelkednek a termelési és szállítási költségek. A kibocsátási rés alakulása határozza meg, hogy a vállalatok ezt mennyire képesek áthárítani a fogyasztókra. Végül, hosszabb távon a gazdasági szereplők inflációs várakozásai emelkedhetnek, ami önbeteljesítő módon magasabb inflációt eredményezhet.

Az olaj drágulása megváltoztatja az energiahordozók és az egyéb termékek relatív árát. Ezt megakadályozni nem lehet. Ám a monetáris politika befolyásolhatja, hogy az alkalmazkodás milyen inflációs ráta mellett történjen meg. Ha az olajár-emelkedés jobban csökkenti a potenciális kibocsátást, mint az aktuális keresletet, akkor rövid távon erősödhet az inflációs nyomás. Gyengén horgonyzott inflációs várakozások esetében a költségsokk tartósan is befolyásolhatja az árazási és bérezési döntéseket. A monetáris politika felléphet e hatások ellen a monetáris kondíciók szigorításával, ami átmenetileg hűti az aggregált keresletet.

6-3. ábra
Az olajár-sokkok hatásmechanizmusa



Általános megfigyelés, hogy az olajársokkok hatására visszaesik a hozzáadott érték. Ám az irodalom nem ad egyértelmű eligazítást arra nézve, hogy milyen mértékben változik a potenciális kibocsátás. Egyes szerzők szerint e hatás elenyésző, és a GDP visszaesését a szigorodó monetáris politika okozhatja.[18] Mások ennek fordítottja mellett érvelnek, ami a potenciális kibocsátás erősebb visszaesésével lehet konzisztens.[19]

Mi a kapcsolat az olajár és a nemzetközi konjunktúra között?

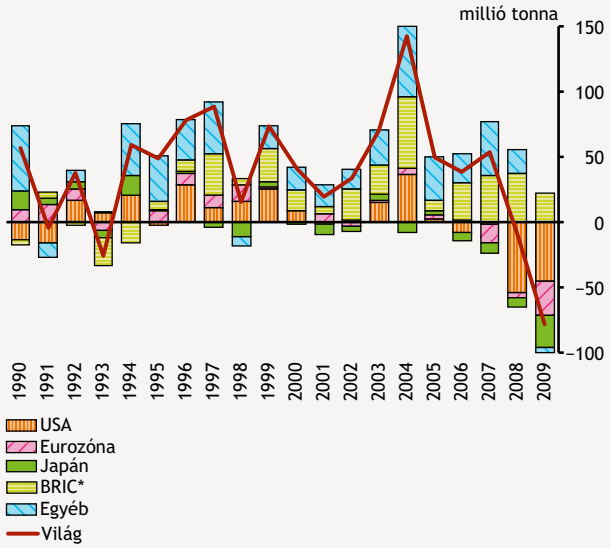
A világpiaci nyersanyagárak függnek a nemzetközi konjunktúra alakulásától. Ez nehezíti az olajársokkok hatásainak számszerűsítését. Elképzelhető, hogy a nyersanyagok drágulását a robusztus világgazdasági növekedés váltja ki. Ekkor az exportszektor fellendülése ellensúlyozhatja a dráguló energia negatív növekedési hatásait. Az elmúlt évek kutatásai rámutattak, hogy az energiahordozók 2000-es években tapasztalt trendszerű drágulásában jelentős szerepe volt a gyors világgazdasági növekedésnek.[20] Kiemelt szerepet játszik Kína és más fejlődő országok felemelkedése: e gazdaságok egységnyi hozzáadott érték megtermeléséhez több energiát használnak fel, mint a fejlettebb országok.

[18] Lásd pl. Medina, J. P. – Soto, C. (2005): Oil shocks and monetary policy in an estimated DSGE model for a small open economy. *Central Bank of Chile, Working Paper,* 353, (December). Hasonló eredményre jut a potenciális kibocsátás termelési függvény alapú becslésével Cournède, B. (2010): Gauging the impact of higher capital and oil costs on potential output. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 45, (July).

[19] Pl. Carlstrom, C. T. – Fuerst, T. S. (2006): Oil prices, monetary policy, and counterfactual experiments. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38. No. 7, pp. 1945–1958, (October).

[20] Lásd pl. Hamilton, J. D. (2009): Understanding crude oil prices. *Energy Journal*, Vol. 30 No. 2, pp. 179–206.

6-4. ábra
A világ olajfelhasználásának változása



** BRIC = Brazília, Oroszország, India, Kína.*
Forrás: BP Statistical Review of World Energy 2010.

A hazai hatások számszerűsítéséhez elsősorban fő külkereskedelmi partnerünk, az euroövezet reakcióját kell megismernünk. Empirikus becslések[21] szerint az olajársokkok hatásai változatosak attól függően, hogy mi váltja ki az áremelkedést.

Az olajtermelés váratlan visszaesése esetén csak lassan fékeződik az eurozóna növekedése. Ennek fő oka, hogy több európai országban az inflációhoz indexálják a béreket, ami késlelteti a fogyasztás reakcióját. Emellett az olajexportőr országok (pl. Oroszország) az eurozóna fontos kereskedelmi partnerei. Az olaj drágulása jövedelmet csoportosít át az energiaexportőrökhöz, ami növeli importkeresletüket. Hosszabb távon azonban visszaesik az eurozóna gazdasági teljesítménye. Ráadásul a bérindexálás miatt erősek a másodkörös inflációs hatások, amire az európai monetáris politika kamatemeléssel reagál.

Ám ha az élénk nemzetközi konjunktúra váltja ki az olaj drágulását, akkor összességében nő az eurozóna kibocsátása. A pozitív kibocsátási rés erősíti az inflációs nyomást. Ezért a monetáris politika is erőteljesebben reagál, ami az euro árfolyamának erősödéséhez is vezet.

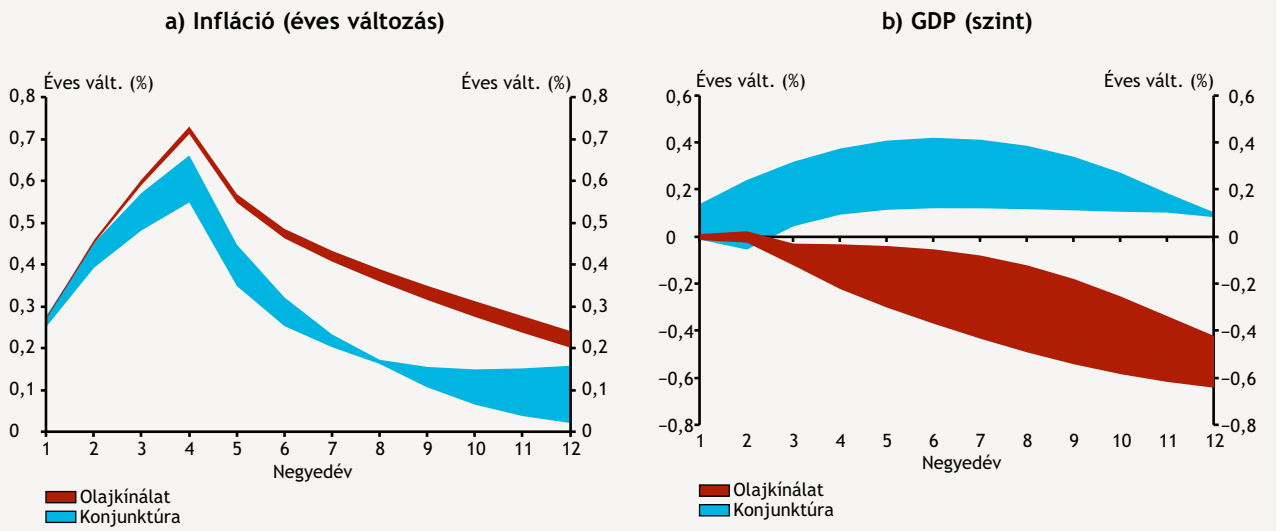
Miként hat a magyar gazdaságra az olaj drágulása?

A hazai hatások számszerűsítéséhez az MNB új előrejelző modelljét használtuk fel. A modell megragadja az olajársokk aggregált keresletre és inflációra gyakorolt hatásait. Továbbá rámutat, hogy a monetáris politika miként fékezheti meg a költségsokk másodkörös hatásait.

Két forgatókönyvet vizsgáltunk, amelyekben a dollárban mért olajár tartósan 10 százalékkal emelkedik. A külső keresleti feltételek, a külföldi infláció, kamatszint és az euro/dollár árfolyam annak függvényében alakulnak, hogy az olajár emelkedését olajkínálati sokkok vagy a nemzetközi konjunktúra váltja ki. Mivel az elmélet és az empirikus tapasztalatok nem adnak egyértelmű eligazítást, az olajársokkok potenciális kibocsátásra gyakorolt hatását illetően kétféle feltevéssel éltünk. Az egyik esetben a potenciális kibocsátás nem változik, és a GDP reakciója teljes egészében a hazai és külföldi monetáris politika szisztematikus viselkedéséből adódik. A másik esetben az olaj drágulása azonnal és permanensen csökkenti a potenciális kibocsátást.[22] A gazdaság aktuális viselkedése vélhetően e két pálya között alakulhat.

[21] Lásd pl. Baumeister, C. – Peersman, G. – Van Robays, I. (2010): The economic consequences of oil shocks: differences across countries and time. In: Fry, R. – Jones, C. – Kent, C. (eds): *Inflation in an era of relative price shocks*. Reserve Bank of Australia, Sydney.
[22] A potenciális GDP-t ért sokk meghatározásához a Baumeister et al. (2010) által az eurozónára becsült hosszú távú impulzusválaszokat használtuk.

6-5. ábra
A hazai infláció és GDP 10%-os olajársokk esetén a sokk forrása szerint*



** A sávok azt tükrözik, hogy a potenciális kibocsátás milyen mértékben változik az olajár-emelkedés hatására.*

Az infláció hasonlóan alakul mindkét forgatókönyvben. A fogyasztóiár-index a negyedik negyedévben éri el csúcsát. Az emelkedő inflációra a monetáris politika szisztematikusan reagál. A kamatemelés erősíti az árfolyamot, fékezi az aggregált keresletet, és a középtávú cél felé tereli az inflációs várakozásokat. Ez elősegíti az infláció mérséklődését a későbbi negyedévekben. A sokkot követő harmadik év végére az inflációs sokk szinte teljes egészében lecseng. Ha a globális konjunktúra emeli az olajárat, annak hatása Magyarországon gyorsabban csenghet le, mivel az eurozóna monetáris szigorítása az euro árfolyamát erősíti. Így hosszabb távon mérséklődhet az olaj euróban kifejezett ára, ami segíti a hazai dezinflációt.

A konjunktúrafolyamatokra azonban a kétféle olajsokk merőben eltérő hatással van. Ha az erős világgazdasági kereslet váltja ki az olaj drágulását, akkor exportunk is dinamikusan nőhet. Ez bőven ellensúlyozhatja a drágító energia keresletszűkítő hatását. Olajpiaci sokkok esetén a növekedési hatások negatívak. A visszaesés mértéke és sebessége elsősorban azt tükrözi, hogy az eurozóna konjunktúrája miként változik, továbbá hogy milyen mértékben esik vissza a potenciális kibocsátás.

A fenti eredményeket kellő óvatossággal érdemes kezelni. Egyrészt jelentősek a nemzetközi konjunkturális hatások számszerűsítéséhez felhasznált becslés bizonytalanságai. Másrészt nemcsak az olajár szintje, hanem a változékonysága is befolyásolhatja a gazdasági folyamatokat (például növelheti a beruházások megtérülésének bizonytalanságát). Végül szimulációinkban feltételeztük, hogy a jegybank pontosan fel tudja mérni a potenciális kibocsátás változását –

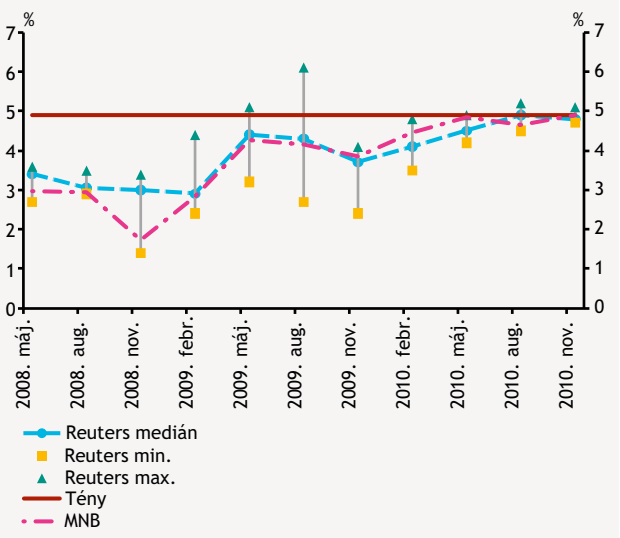
márpedig ez a nemzetközi tapasztalatok alapján nem nyilvánvaló.

Ezzel együtt forgatókönyveink hasonlóan ítélik meg az inflációs hatásokat és a monetáris politika szerepét. Az inflációs sokk csúcsa egy tartós 10 százalékos olajár-emelkedés esetén 0,5-0,7 százalékpont körüli lehet. A monetáris politika az áremelkedésre szisztematikusan reagál, hogy az infláció fokozatosan visszatérhessen a középtávú célhoz.

6.3. A 2010-re adott inflációs előrejelzéseink értékelése

Az elmúlt évek gyakorlatának megfelelően az idei évben is áttekintettük, hogyan teljesítettek az előző évre adott inflációs előrejelzéseink. Az elemzés célja, hogy megvizsgáljuk, mely tényezők okozták az elkövetett előrejelzési hibákat, illetve modelljeink mennyire helyesen ragadták meg a ténylegesen bekövetkezett trendeket. Ezen információk hasznos tanulságként szolgálhatnak az előrejelzések készítésekor, illetve kiindulópontot jelenthetnek az előrejelzői modelljeink pontosságának javításához.

6-6. ábra
A Reuters-felmérésben részt vevő elemzők és az MNB 2010-es átlagos inflációra vonatkozó előrejelzései*

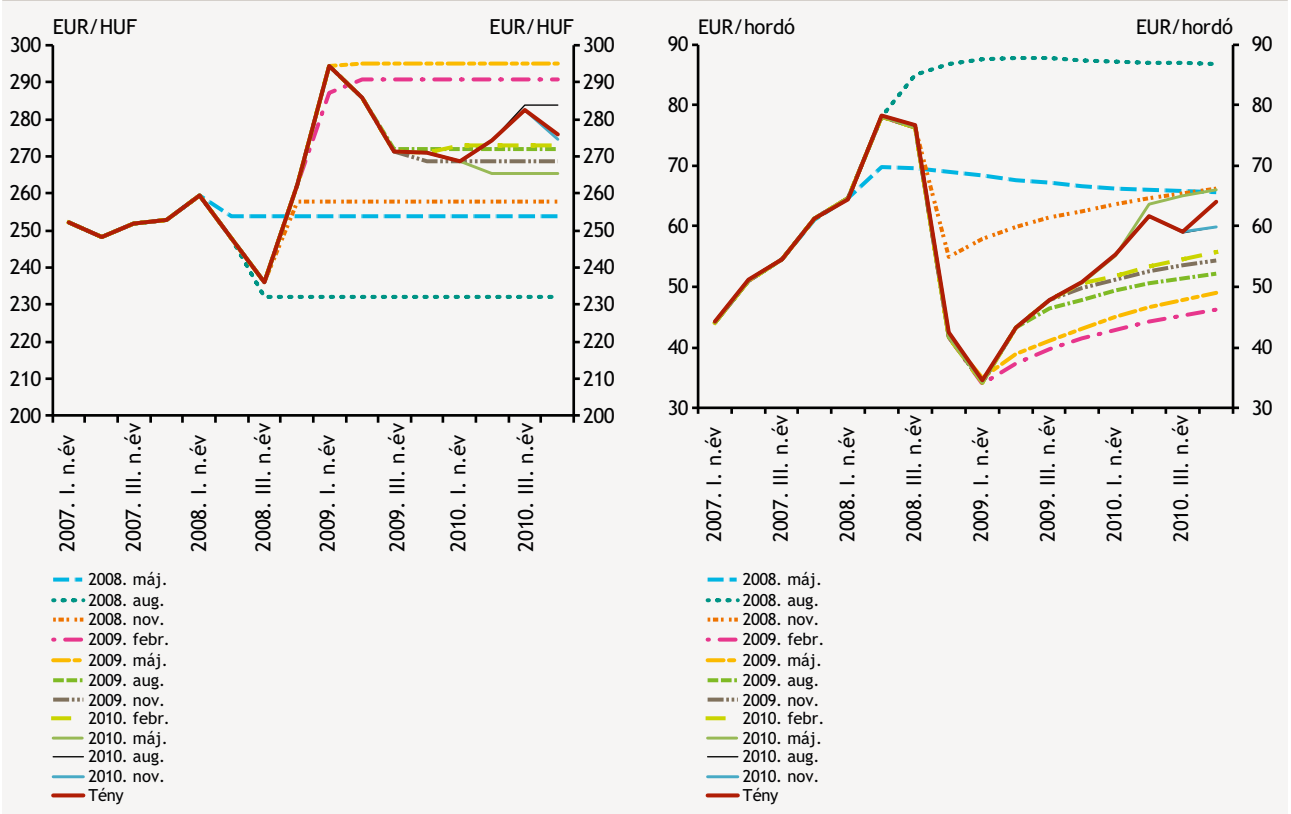


** 2008 novemberében az MNB egy sávot közölt, az ábra a sáv széleinek átlagát mutatja.*

Az értékelést két szempont alapján végeztük el. Első lépésben prognózisainkat a piaci elemzők előrejelzéseivel hasonlítottuk össze. Ez a módszer azonban figyelmen kívül hagyja, hogy az MNB előrejelzései eddig szabályalapú, feltételes előrejelzések, ezáltal nehezen vethetők össze a piaci elemzők feltétel nélküli előrejelzéseivel. Második lépésben az elkövetett hibákat bontjuk fel az előrejelzés szempontjából exogén és endogén tényezőkre. Ennek segítségével kontrollálhatunk arra, hogy szabályalapú feltevéseink mennyire bizonyultak helyesnek az előrejelzések készítése során.

A 2010-es inflációra 2008 májusában adtunk először előrejelzést. 2008 májusában és augusztusában még nem számoltunk a válság árleszorító hatásával, és 2010-re átlagosan 3 százalék körüli inflációt jeleztünk előre. 2008 novemberében a gazdasági visszaesés, illetve a kibontakozó válság következtében jelentősen megnövekedett bizonytalanság miatt határozott dezinflációra és cél alatti inflációra számítottunk. Emellett számos külső tényező is befolyásolta a 2010-es infláció alakulását, ami később előrejelzésünk fokozatos emelését indokolta. 2009 februárjában kezdett körvonalazódni a 2009. júliusi indirektadó-emelés terve, azonban ekkor még végleges számok hiányában kisebb emeléssel számoltunk. Májusra véglegesedett az áfaváltozás mértéke, és ekkor már ezzel a megnövekedett adóhatással számolva 4 százalék fölé emelkedett előrejelzésünk. A későbbi adatok azonban kisebb áfaáthárításról tanúskodtak, illetve a továbbra is gyenge belső kereslet következtében némileg csökkentettük előrejelzésünket a következő két jelentés alkalmával. 2010 folyamán a fokozatosan javuló külső konjunktúra a nyersanyagok árának emelkedését okozta, illetve az év második felében globális élelmiszerársokk helyezett nyomást az árakra. Ezen hatások előrejelzésünk emelésének irányába mutattak. A kedvezőtlen terméseredmé-

6-7. ábra
A forint/euro árfolyamra és az euróban számolt olajárra vonatkozó feltevéseink változása



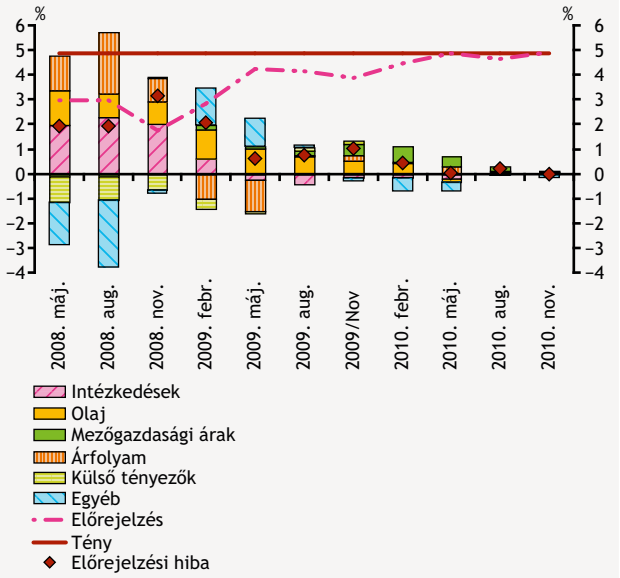
nyek miatt várható magasabb nyers- és feldolgozott-élelmiszer-árakat 2010 augusztusában építettük be először a prognózisunkba. Ezt a hatást azonban némileg tompította az év hátralévő részében a gáz- és távhőárakra kivetett moratórium.

Az MNB prognózisait és a Reuters-felmérésben részt vevő elemzők előrejelzéseinek mediánját összevetve elmondható, hogy közel azonos mértékű hibát követtünk el. Az előrejelzések 2009 végéig hasonlóak voltak, az egyetlen nagyobb különbség 2008 novemberében mutatkozik. Az eltérést az magyarázhatja, hogy a visszaeső kereslet árleszorító hatását a piacnál erőteljesebbnek ítéltük meg. A válság dezinflációs hatásának megítélése tekintetében a bizonytalanságot mutatja, hogy a piac várakozásai 2008 novemberétől kezdődően szélesedő sávban szóródtak, és az információk fokozatos beépítésével fokozatosan csökkent a várakozások terjedelme. 2009 novemberétől a magasabban maradó inflációra a piacnál hamarabb reagáltunk.

Az elkövetett hiba felbontásakor érdemes különválasztani a szabályalapú feltevések (olajár, forint/euro árfolyam) miatt elkövetett hibákat, egyéb, előrejelzésünk szempontjából endogén tényezők (konjunktúra, bérek) hatásától. Emellett a modell szempontjából külső tényezőként kezeljük a

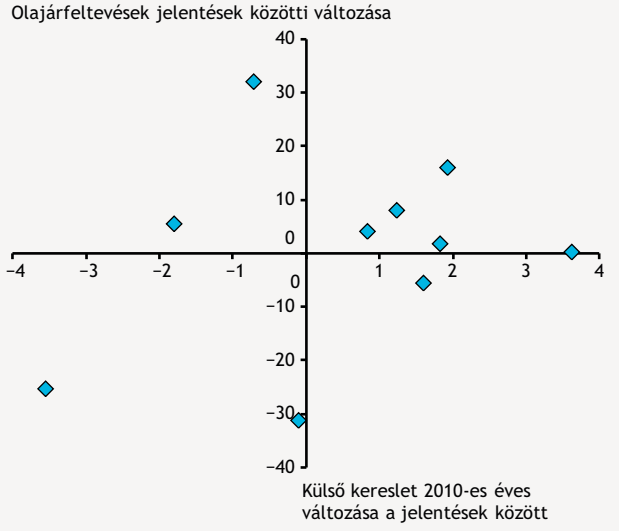
mezőgazdasági árakat, külföldi árakat, külső keresletet, illetve a kormányzati intézkedések – áfa- és jövedékiadó-változás, illetve egyéb kormányzati intézkedések hatását is. Ezen hibák hatását kiszűrve a ténylegesen elkövetett hibából adódik az endogén hiba. Ez a hiba tartalmazza egyrészt a makrogazdasági folyamatok inflációs hatásának előrejelzettől eltérő alakulását, másrészt az előrejelzéshez használt modellek hibáját is. Pl. 2008 májusában az exogén tényezők ismeretében alacsonyabb inflációt kellett volna mondanunk, mint a későbbi tény.

6-8. ábra
A 2010-es éves átlagos infláció előrejelzési hibája és annak felbontása*



** A hiba az előrejelzés ténytől vett eltérését mutatja.*

6-9. ábra
Az euróban számolt olajárra és külső keresletre vonatkozó feltevések változása a jelentések között



Az előrejelzési hiba nagysága kezdetben pozitív volt, ami főként az intézkedések – előre nem látott indirektadó-emelés – hatásával és alapfeltevéseinknek ténytől vett eltérésével (olajár, árfolyam) magyarázható. Az alapfeltevésekből eredő hiba nagyságát olajár (árfolyam) szintje mellett a változás mértéke is befolyásolja, mely egy hosszabb horizonton ellaposodó futures görbe (nagyobb árfolyamváltozás) esetén nagyobb mértékű hibát is eredményezhet. Ezen exogén tényezőkből eredő hatásokat 2008 májusában és augusztusában némileg ellensúlyozta, hogy ekkor még nem volt látható a visszaeső kereslet árleszorító hatása, amely alacsonyabb előrejelzést indokolt volna. Kezdetben a válság dezinflációs hatását erőteljesebbnek ítéltük meg, ami magasabb előrejelzést indokolt volna. Ezt követően 2009 közepétől jól ragadtuk meg a visszaeső kereslet árleszorító hatását. Az elkövetett hiba mértéke fokozatosan csökkent, és főként az exogén tényezőkből eredő hibák okozták.

Tanulságos lehet megvizsgálni az exogén feltevésekből eredő hibák felbontását is. Az olajárakból származó hiba az időszak egészében pozitívan járult hozzá a ténylegesen elkövetett hibához. Érdemes megemlíteni, hogy a külső keresleti környezetről alkotott képünk változása pozitív kapcsolatot mutatott az alkalmazott olajár-feltevések változásával, ami megerősíti, hogy az elmúlt negyedévek jelentős áremelkedései mögött érdemi keresleti hatások állnak.

A forint/euro árfolyamra vonatkozó feltevéseink 2008-ban jelentős pozitív irányú hibát okoztak, majd a 2009 első felében alkalmazott – későbbi tényt meghaladó – árfolyam-feltevésünkből eredő hiba negatív irányú hatásként jelentkezett. Az ezt követő időszakokban az árfolyam-feltevésünkből származó hiba kisebb mértékű volt. Érdemes megemlíteni emellett az indirekt adóból eredő hibát is. A 2009. júliusi áfaemelésről 2009 februárjában rendelkeztünk először információval, a végleges emelés 2009 májusában vált ismertté. Azonban a fogyasztói árakban az áfaemelés hatása a válság következtében kisebb mértékben jelent meg, mint azt korábbi tapasztalatok alapján feltételezhettünk, ami lefelé módosította volna előrejelzésünket.

Összességében elmondható, hogy a 2010-es évre vonatkozó hibáink nagy részét előre nem látható költségsokkok okozták. Az éven túli előrejelzési hiba viszonylag jelentős volt, amit főként a válsággal – annak mértékével és tartósságával – kapcsolatos bizonytalanság okozott. Éven belül készített előrejelzéseink gyorsan alkalmazkodtak a megváltozott makrogazdasági feltételekhez, így előrejelzési hibánk számottevően csökkent.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

Az alap-előrejelzés feltevései 31
A monetáris politika új rendszere 35
Előrejelzéseink módszertana 37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása 38

2001. november

Az alap-előrejelzés feltevései 35
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben 39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése 41
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány készítésének menete 41

2002. február

Az alap-előrejelzés feltevései 45
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre 50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere 52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben? 53

2002. augusztus

Az alap-előrejelzés feltevései 15
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások 49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei 50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a kelet-közép-európai jegybankok? 51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak? 52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok? 53
Az euro bevezetésének gazdasági következményei 54

2002. november

Az alap-előrejelzés feltevései 14
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások? 44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata? 45

2003. február

Az alap-előrejelzés feltevései 12
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei 39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások 43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban? 46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok? 48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban 50

Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után? 52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok" – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról 53

2003. május
Az alap-előrejelzés feltevései 20
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása 77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása 79

2003. augusztus
Az alap-előrejelzés feltevései 20
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak? 71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei 76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra 78

2003. november
Az aktuális és az augusztusi jelentés főbb feltevései 21
Új adatközlés a 2002-es GDP-re 75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában 77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására 80

2004. február
Az aktuális és a novemberi jelentés főbb feltevései 34
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői 73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai 76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai 78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában 80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása 84

2004. május
Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata 26
A Negyedéves Előrejelző Modellről 80
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
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink 45
Változás a jelentés szerkezetében 53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése? 70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban 71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére? 75
Az olaj világpiaciár-alakulásának hatásai a magyar gazdaságra 77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon? 82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban 83

2004. november
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink 42
A PPP-megoldásokról makrogazdasági 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 rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben? 76

2005. február
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink 53
A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése 79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika 85
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása 86
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel 91

2005. május
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink 53
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszaki emelkedésének hátterében? 81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek 86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek 91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában 96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra 99

2005. augusztus
Keretes írások:
Bizonytalanság a GDP alakulásában 23
Feltevéseink és az alappálya törékenysége 34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre 37
A GDP-adatrevíziók hatása 44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre 45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata 53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában 58
Aktuális kérdések:
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai 60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása? 64

2005. november
A német konjunktúra kérdőjelei 16
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok 21
Feltevéseink 34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése 50

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

2006. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései 15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről 18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása 23

2006. november
Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben? 32
November havi előrejelzésünk feltevései 41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése 56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók 58

2007. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai 7
A januári inflációs adat értékelése 12
Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest 15
A szabályozott árak várt alakulása 16

2007. május
Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben? 20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig 26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról 29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció? 30
Feltevéseink 35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések 49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere 53

2007. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát? 17
Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest 20
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
Alapfelvetéseink változása 22

2008. május
A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről 20
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött? 25
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink 38
Feltevéseink 41
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban 44

2008. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején? 13
Néhány gondolat a 2008-as bérstatisztika és a fehéredés összefüggéseiről 17
Mennyire nőttek a szabad munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban? 19
Alapfeltevéseink változása 27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-modellel 28

Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra? 31

2008. november
Alapfeltevéseink 32

2009. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Előrejelzésünk alapfeltevései 33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása 34

2009. május *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Előrejelzésünk alapfeltevései 37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai 39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya? 57

2009. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése 24
Előrejelzésünk alapfeltevései 41
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata 43

2009. november *(csak elektronikus formában jelent meg)*
A nemzetgazdasági készletek alakulásáról 20
Trendinflációs mutatók 25
Alapfeltevéseink változása 43
Mutatók a kapacitáskihasználtság mérésére 46
Az OÉT-bérajánlások orientáló szerepe 50
Az előrejelzésünk változásának főbb mozgatórugói 60
A fizetés mérlegben történt revíziók hatása 65

2010. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre 17
Nemzetiszámla-revíziók 22
Munkaerő-tartalékolás a válság idején 26
Alapfeltevéseink változása 45
A súlyváltás hatása az éves inflációra 50

2010. június *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Az euro effektív árfolyamának lehetséges hatásai a hazai konjunktúrára 16
A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének fontosabb meghatározó tényezői a válság időszakában 21
A nyugdíjpénztári szabályozásváltozás hatása a lakosság és az államháztartás pénzügyi pozíciójára 25
Az előrejelzésünkben használt új makroökonometriai modell (DELPHI) 45
Alapfeltevéseink változása 46
Revíziók a magyar gazdaság potenciális növekedésének előrejelzési horizontunkon várható alakulásában 48
Az alkalmazott olajárfeltevésünk előrejelzési tulajdonságai 55

2010. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Az európai költségvetési konszolidációs lépések várható hatásai külkereskedelmi partnereink növekedésére 16
Mi állhat a feldolgozóipari bérek év eleji gyorsulása mögött? 25
Alapfeltevéseink változása 43
A 29 pontos kormányzati intézkedéscsomag hatásai előrejelzésünkben 45
Az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatása 47
A kormányzati intézkedéscsomag elszámolása, előrejelzési szabályaink 60
Aktuális előrejelzésünk összehasonlítása a 2010-es költségvetési törvénnyel és 2010. májusi prognózisunkkal 64

2010. november *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A fizetési mérlegben történt revíziók hatása 21
Alternatív mutatók a bérinfláció mérésére 24
Alapfeltevéseink változása 40
Az elmúlt időszakban bejelentett autóipari beruházások növekedési hatásának becslése 42
Az elfogadott személyi jövedelemadózást érintő intézkedések hatása a lakossági jövedelmekre és a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésére 44
A bejelentett kormányzati intézkedések potenciális GDP-re gyakorolt hatása 46
A szektorspecifikus különadók rövid távú makrogazdasági hatásai 54
Összehasonlítás a költségvetési törvényjavaslattal 67
A magán-nyugdíjpénztári átlépők vagyonhatásához tartozó technikai feltételezésünk 67
A nyugdíjrendszer tervezett átalakításának lehetséges költségvetési hatásai 68

2011. március *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az endogén kamatpálya szerepe az előrejelzésben 15
Hogyan vettük figyelembe a Széll Kálmán-terv hatásait a makrogazdasági előrejelzésünkben? 18
Nemzetiszámla-revíziók hatása 39
A nyugdíjrendszer átalakításának hatása az egyes szektorok finanszírozási pozíciójára 57
Hogyan jelenik meg a nyugdíjpénztárakból történő visszalépés hatása az államháztartás középtávú pozíciójában 61
A 2012. évi szabályalapú pálya költségvetési tételeinek előrejelzési módszere 66

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2011 (magyar nyelven)

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

MT 61. P. Kiss Gábor (2007): Kín vagy kincs? Az inflációs meglepetés rövid távú hatása az államháztartásra – Magyarország esete

MT 63. Tanai Eszter (2007): A devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kezelése Magyarországon (II. jelentés)

MT 64. Csávás Csaba–Varga Lóránt–Balogh Csaba (2007): A forint-kamatswappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói

MT 65. Krekó Judit–P. Kiss Gábor (2007): Adóelkerülés és a magyar adórendszer

MT 66. Eppich Győző–Lőrincz Szabolcs (2007): Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére

MT 69. Balás Tamás–Móré Csaba (2007): Likviditási kockázat a magyar bankrendszerben

MT 71. Komáromi András (2008): A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában

MT 72. Fischer Éva–Kóczán Gergely (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán

MT 74. Balogh Csaba–Kóczán Gergely (2008): Állampapírok másodpiaci kereskedési infrastruktúrája

MT 78. Varga Lóránt (2008): A magyar szuverén CDS-szpredek információtartalma

MT 79. Kátay Gábor (szerk., 2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon

MT 81. Munkácsi Zsuzsa (2009): A kelet-közép-európai országok exportszerkezete és exportspecializációja

MT 82. Bauer Péter–Gábriel Péter (2009): Inflációs perzisztencia a traded és a nontraded szektorban

MT 83. Dr. Turján Anikó (2009): Postai pénzforgalmi szolgáltatások Magyarországon

MT 84. Helmeczi István (2010): A magyarországi pénzforgalom térképe

MT 85. Divéki Éva–Keszy-Harmath Zoltánné–Helmeczi István (2010): Innovatív fizetési megoldások

MT 86. Olasz Henrietta–Kóczán Gergely (2010): Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon

MT 88. Scharle Ágota–Benczúr Péter–Kátay Gábor–Váradi Balázs (2010): Hogyan növelhető az adórendszer hatékonysága?

MT 89. Banai Ádám–Király Júlia–Várhegyi Éva (2010): A rendszerváltás 20 évének egy egyedi fejezete: külföldi bankok dominanciája a kelet-közép-európai régióban, különös tekintettel Magyarországra

MT 90. Páles Judit–Kuti Zsolt–Csávás Csaba (2010): A devizaswapok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata

MT 91. Bauer Péter (2011): Inflációs trendmutatók

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2011 (angol nyelven)

OP 59. Hornok, Cecília–Zoltán M. Jakab–Máté Barnabás Tóth (2007): Adjustment of global imbalances: Illustrative scenarios for Hungary

OP 60. Benk, Szilárd–Zoltán M. Jakab–Mihály András Kovács–Balázs Párkányi–Zoltán Reppa–Gábor Vadas (2007): The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)

OP 61. P. Kiss, Gábor (2007): Pain or Gain? Short-term Budgetary Effects of Surprise Inflation – the Case of Hungary

OP 62. Kopits, George (2007): Fiscal Responsibility Framework: International Experience and Implications for Hungary

OP 66. Eppich, Győző–Szabolcs Lőrincz (2007): Three methods to estimate the whitening-related distortion of the wage statistics

OP 67. Zsámboki, Balázs (2007): Basel II and financial stability: An investigation of sensitivity and cyclicality of capital requirements based on QIS 5

OP 68. Vadas, Gábor (2007): Wealth Portfolio of Hungarian Households – Urban legends and Facts

OP 70. Holló, Dániel–Mónika Papp (2007): Assessing household credit risk: evidence from a household survey

OP 73. Reppa, Zoltán (2008): Estimating yield curves from swap, BUBOR and FRA data

OP 75. Lublóy, Ágnes–Tanai Eszter (2008): Operational Disruption and the Hungarian Real Time Gross Settlement System (VIBER)

OP 76. Király, Júlia–Nagy Márton–Szabó E. Viktor (2008): Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period

OP 77. Horváth, Hedvig–Szalai Zoltán (2008): Labour market institutions in Hungary with a focus on wage and employment flexibility

OP 78. Varga, Lóránt (2009): The information content of Hungarian sovereign CDS spreads

OP 80. Bodnár, Katalin (2009): Exchange rate exposure of Hungarian enterprises – results of a survey

OP 81. Munkácsi, Zsuzsa (2009): Export structure and export specialisation in Central and Eastern European countries

OP 87. Attila Csajbók–András Hudecz–Bálint Tamási (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2011 (csak angol nyelven)

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

WP 2007/1. Molnár, József–Márton Nagy–Csilla Horváth: A Structural Empirical Analysis of Retail Banking Competition: the Case of Hungary

WP 2007/2. Benczúr, Péter–István Kónya: Convergence, capital accumulation and the nominal exchange rate

WP 2007/3. Vonnák, Balázs: The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment

WP 2007/4. Jin-Chuan Duan–András Fülöp: How Frequently Does the Stock Price Jump? – An Analysis of High-Frequency Data with Microstructure Noises

WP 2007/5. Benk, Szilárd–Max Gillman–Michal Kejak: Money Velocity in an Endogenous Growth Business Cycle with Credit Shocks

WP 2007/6. Erhart, Szilárd–Jose-Luis Vasquez-Paz: Optimal monetary policy committee size: Theory and cross country evidence

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

WP 2008/2. Valentinyi-Endrész, Marianna–Zoltán Vásáry: Macro stress testing with sector specific bankruptcy models

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

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

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

WP 2008/6. Kátay, Gábor–Zoltán Wolf: Driving Factors of Growth in Hungary – a Decomposition Exercise

WP 2008/7. Bakos, Péter–Péter Benczúr–Dóra Benedek: The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005

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

WP 2008/9. Jakab M., Zoltán–Balázs Világi: An estimated DSGE model of the Hungarian economy

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

WP 2009/2. Tonin, Mirco: Minimumwage and tax evasion: theory and evidence

WP 2009/3. Frömmel, Michael–Norbert Kiss M.–Klára Pintér: Macroeconomic announcements, communication and order flow on the Hungarian foreign exchange market

WP 2009/4. Prades, Elvira–Katrin Rabitsch: Capital liberalization and the US external imbalance

WP 2009/5. Kátay, Gábor–Benedek Nobilis: Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary

WP 2010/1. Vonnák, Balázs: Risk premium shocks, monetary policy and exchange rate pass-through in the Czech Republic, Hungary and Poland

WP 2010/2. Reiff, Ádám: Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics – Estimation on Hungarian data

WP 2010/3. Karádi, Péter–Ádám Reiff: Inflation asymmetry, menu costs and aggregation bias – A further case for state dependent pricing

WP 2010/4. Jakab M., Zoltán–Henrik Kucsera–Katalin Szilágyi–Balázs Világi: Optimal simple monetary policy rules and welfare in a DSGE Model for Hungary

WP 2010/5. Rabitsch, Katrin: The role of financial market structure and the trade elasticity for monetary policy in open economies

WP 2010/6. Alessia Campolmi–Harald Fadinger– Chiara Forlati: Trade policy: home market effect versus terms of trade externality

WP 2010/7. Rezessy, András: Analysing currency risk premia in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia

WP 2010/8. Bokor, László: Optimality criteria of hybrid inflation-price level targeting

WP 2010/9. Philip Du Caju–Gábor Kátay–Ana Lamo–Daphne Nicolitsas–Steven Poelhekke: Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?

WP 2010/10. Yuliya Lovcha–Alejandro Perez-Laborda: Is exchange rate – customer order flow relationship linear? Evidence from the Hungarian FX market

WP 2010/11. Jakab M., Zoltán–Éva Kaponya: A Structural vector autoregressive (SvaR) Model for the Hungarian labour market

WP 2010/12. Gábriel, Péter: Household inflation expectations and inflation dynamics

WP 2011/1. Endrész, Marianna: Business fixed investment and credit market frictions. A VECM approach for Hungary

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2011. március

Nyomda: D-Plus

H–1037 Budapest, Csillaghegyi út 19–21.