

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2011. június



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
**2011. június**

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

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

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

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

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületein készült. A jelentés 1–4. és 6. 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, Fábián Gergely, Fehér Csaba, Hoffmann Mihály, Hosszú Zsuzsanna, Kaponya Éva, Kékesi Zsuzsa, Kiss Regina, Koroknai Péter, Krusper Balázs, Kucsera Henrik, Lénárt-Odorán Rita, Ligeti Imre, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Mihályi Dávid, Nobilis Benedek, Oláh Zsolt, P. Kiss Gábor, Pellényi Gábor, Rácz Olivér, Schindler István, Soós Gábor Dániel, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Varga Lóránt, Várhegyi Judit, Várnai Tímea.

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2011. június 15-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>1. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	13
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	20
<b>2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre</b>	24
<b>3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók</b>	26
3.1. Nemzetközi pénzügyi piacok	27
3.2. Magyarország kockázati megítélése	30
3.3. A külföldiek forinteszkozök iránti kereslete	32
3.4. Árfolyam-alakulás	33
3.5. Általános monetáris kondíciók	34
3.6. Vállalati kamatkondíciók	35
3.7. Háztartási kamatkondíciók	36
<b>4. Makrogazdasági helyzetértékelés</b>	38
4.1. Aggregált kereslet	38
4.2. Termelés és potenciális kibocsátás	46
4.3. Foglalkoztatás és munkapiac	49
4.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	51
4.5. Költségek és infláció	53
<b>5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója</b>	57
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	57
5.2. Előrejelzés a külső finanszírozási pozíciókra	60
5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai	62
5.4. Az államadósság várható alakulása	69
<b>6. Kiemelt témák</b>	71
6.1. Fiskális kiigazítások reálgazdasági hatásai	71
6.2. A rokkantnyugdíjasok elhelyezkedési esélyei	76
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011</b>	80
<b>Függelék</b>	87



# Összefoglaló

**A költségsokkok ellenére 2012 végére további monetáris szigorítás nélkül is elérhető az inflációs cél...**

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

**A gazdasági kilábalás szerkezeti kettőssége változatlanul fennáll.**

2011 első hónapjaiban a magas nyersanyagárak miatt az infláció ismét emelkedésnek indult. A költségsokkok hatása megjelent a feldogozott élelmiszerek árában, így a maginfláció is gyorsult. A magas nyersanyagárak miatt 2011-ben 4 százalék körül alakulhat a fogyasztóiár-index. Előre tekintve a globális költségnomás fokozatos csökkenésével számolunk, így az infláció a sokkok első körös hatásának kifutásával mérséklődik. A gyenge belföldi kereslet és a laza munkaerőpiac ár- és bérleszorító hatása visszafogja a másodköörös hatásokat, így az infláció a jelenlegi kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartásával 2012 végére elérheti a középtávú inflációs célt.

A növekedési kilátásokat külső piacaink bővülése mellett a magánszféra válságot követően elhúzódo mérlegkiigazítási folyamata és a Széll Kálmán-tervben valamint a konvergenciaprogramban megfogalmazott kormányzati intézkedések határozzák meg. A kormányzati programok célja a fiskális fenntarthatóság és a hosszabb távú növekedési feltételek egyidejű javítása, ám ezek megvalósítása rövid távon alacsonyabb keresletnövekedést eredményezhet. Előrejelzésünkben mind idén, mind jövőre a potenciális növekedést némileg meghaladó növekedésre számítunk, azonban a kibocsátási rés így is az előrejelzés teljes horizontján negatív marad. A kibocsátási rés záródását a változatlanul erős külső kereslet vezeti, míg a belső keresleti tételek tartósan elmaradnak középtávú egyensúlyi értéküktől. A munkaerő-piaci aktivitás várhatóan emelkedni fog, és a növekvő munkakínálat – az árazási és bérezési döntésekre gyakorolt fegyelmező ereje révén – tovább csökkenti a reálgazdasági oldalról megjelenő inflációs nyomást.

A gazdasági növekedés szerkezeti kettőssége továbbra is megfigyelhető: a recesszióból való kilábalás fő forrása a külső kereslet, amihez a belső kereslet csak fokozatosan zárkózik fel. Az erőteljes nemzetközi keresletnek köszönhetően az ipari termelés 2009 eleje óta szinte töretlen növekedést mutat, míg a szolgáltatóágazatok teljesítménye változatlanul gyenge. A tényleges kibocsátás becsléseink szerint még mindig több mint 3 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől. A kapacitások kihasználtsága az exportra termelő ágazatokban már elérheti a historikusan jellemző mértéket, miközben a szolgáltatószektorban változatlanul érdemi szabad kapacitások lehetnek jelen.

A lakossági fogyasztási kiadások 2009 vége óta stagnálnak, és nem mutatják az élénkülés jeleit. Több tényező is arra utal, hogy a fogyasztás visszafogott alakulása korábbi előrejelzéseinknél tartósabb folyamat lehet. Az év elején a háztartásoknál keletkező – elsősorban az szja-kiengedésből és az év végi prémiumkifizetésből adódó – jelentősebb többletjövedelem nem érhető tetten a fogyasztás emelkedésében. Az óvatossági megfontolások változatlanul nagyon erősek a háztartások döntéseiben, aminek eredményeként a megtakarítási ráta a válság alatt elért magas szinthez képest is tovább emelkedett.

A lakosság továbbra is több hitelt törleszt, mind amennyit új forrásként felvesz. A gyenge hitelaktivitásban mind keresleti, mind kínálati tényezők szerepet játszanak.

Mintegy kétéves, folyamatos csökkenést követően a magánszektor beruházásai növekedtek az első negyedévben. Érdemi beruházás azonban csak a feldolgozóiparban, néhány nagyvállalatnál zajlott, a lakáspiaci mutatók továbbra is csökkenést mutattak.

**A laza munkaerő-piaci kondíciók továbbra is mérsékelt bérdinamikát eredményeznek.**

A foglalkoztatás bővülése csak késéssel és lassú ütemben követi a konjunktúra növekedését. A versenyszférában továbbra sem tapasztalható érdemi létszám-bővülés, a tovább növekvő aktivitás pedig historikusan is magas szinten tartja a munkanélküliséget. Változatlanul erős a laza munkapiaci feltételek bérleszorító hatása, így a munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomás alacsonynak tekinthető.

**A fogyasztás a korábban vártnál jelentősen kedvezőtlenebbül alakulhat.**

Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a fogyasztás huzamosabb ideig elmaradhat hosszú távú trendjétől. A háztartások fogyasztását továbbra is a bizonytalan jövedelemkilátások és a magas adósságállomány miatt elhúzódo mérlegalkalmazkodás határozza meg, amit nehezít a devizahitelek törlesztőrészleteinek megemelkedése. Várakozásaink szerint az óvatos fogyasztói magatartásra csak korlátozott hatással lesz az adósmentő csomag. Míg rövid távon a vártnál nagyobb mértékű reálhozam-kifizetés élénkítheti a fogyasztási kiadásokat, addig a Széll Kálmán-tervben és a konvergenciaprogramban megfogalmazott intézkedések rövid távon rontják a háztartások jövedelmi pozícióját. A válság során felerősödött óvatossági motívum szintén a mérsékeltbb fogyasztásbővülés irányába hat. Összességében az előrejelzési horizont egészen a márciusinál kedvezőtlenebb pályára számítunk.

**A szigorú hitelfeltételek és a bizonytalan makrogazdasági környezet miatt a beruházási aktivitás továbbra is visszafogott maradhat.**

A vállalati beruházások élénkülését a továbbra is gyenge belső kereslet, a változatlanul szigorú hitelfeltételek és a különadók jelenléte akadályozza. Bár ezt a tételt a bejelentett nagy autóiipari beruházások érdemben növelik, az ezen a körön kívül eső ágazatok esetében inkább a meglévő kapacitások erőteljesebb kihasználására és a beruházások elhalasztására számítunk.

A lakáspiacon – az erőteljes keresleti korlátok és a jelentős túlkínálat miatt – további visszaesést várunk. A bizonytalan munkapiaci környezet, a szigorúbb hitelkondíciók és a felhalmozódott lakásállomány negatívan hat a piac folyamataira. Az elfogadott adósmentő csomag átmenetileg javíthatja a legrászorultabb háztartások helyzetét. A lakosság beruházásaiban stabilizálódásra csak a jövő év közepétől számítunk.

Az elmúlt hónapokban ismertetett kormányzati programok intézkedései negatívan érinthetik a kormányzati beruházásokat, amit részben pótolhat az EU-s források növekvő beáramlása. Összességében a kormányzati kiadások az előrejelzési horizonton egészen némileg mérséklük a gazdasági növekedést.

**A változatlanul laza munkapiaci kondíciók mellett a foglalkoztatás csak lassan élénkül, és a nominális bérek növekedési üteme is mérsékelt marad.**

A válság során megfigyelt munkaerő-tartalékolás következtében a gazdasági kilábalás nem járt a foglalkoztatás egyidejű, jelentősebb bővülésével. A gazdaság növekedésével párhuzamosan a foglalkoztatás is fokozatos, lassú bővülést mutathat, ám az aktivitás emelkedésével a munkanélküliségi ráta a jelenlegi 10 százalékos szint körül stagnálhat. A rokkantnyugdíjasokat érintő szabályozás szigorodása várhatóan erősíti az aktivitás emelkedését. A laza

munkapiaci kondíciók mellett a munkát terhelő adók csökkentése is lehetőséget teremt arra, hogy a költségsokkok miatt elszenvedett jövedelemromlást a vállalatok a bérköltségek leszorításán keresztül ellensúlyozzák. Összességében az előrejelzési horizont egészen a laza munkapiaci kondíciók fennmaradására, és így a bruttó bérek mérsékelt ütemű növekedésére számítunk.

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

A magánszektor hitelállománya tovább csökkent az első negyedévben. Bár a nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy recessziót követően a gazdasági kilábalást általában késve kíséri a hitelezés felfutása, a hazai bankpiacon számos jele van a hitelkínálati korlátok erőteljes érvényesülésének. A vállalatok esetében a hosszú lejáratú hitelek, a lakossági szektorban elsősorban a devizahitelek állománya mérséklődött. A hitelezési felmérés alapján, 2011 első negyedévében tovább nehezedett a vállalatok számára a hitelhez jutás. A bankszektor leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrált, akikért erős árverseny zajlik. A háztartási szegmensben a nem árjellegű feltételek érdemben nem változtak. A jelzáloghitelek esetén mind a teljes hitelköltség, mind pedig a kamatfelár emelkedett. Összességében a hitelezés élénkülésére a háztartások esetében a jövő év közepétől számítunk.

**A gyenge kereslet, a tartósan laza munkaerőpiac a költségsokkok ellenére lehetővé teszik, hogy 2012 végére további monetáris szigorítás nélkül is elérhető legyen az inflációs cél.**

Az infláció 2011 eleje óta végbement emelkedését a világgpiaci nyersanyagárak felől érkező költségnyomás okozta. A magas nyersanyagárak begyűrték a feldolgozott élelmiszerek áraiba, az olajár emelkedése pedig gyorsan megjelent az üzemanyagok árában. A költségsokkok miatt rövid távon továbbra is 4 százalék körül alakulhat az infláció. Előre tekintve a világgpiaci nyersanyagárak csökkenését feltételezzük, ami középtávon mérsékli az inflációt. A gyenge kereslet és a laza munkaerőpiac együttese pedig továbbra is tompítja a másodkörös hatások mértékét. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy középtávon a szabályozottenergia-árakban az elmúlt hónapok költségemelkedése mellett a korábbi negyedévek nyersanyagár-emelkedése is megjelenhet, ami 2012 elején átmenetileg megakasztja a dezinflációt. Az előrejelzés alappályája szerint az infláció a jelenlegi kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartásával 2012 végére érheti el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos szintet.

**A hazai eszközárak alakulását globális tényezőkön túl a régió és a hazai fundamentális folyamatok relative kedvező kockázati megítélése, illetve az időszak végén az eurozóna perifériaországainak adósságválságával kapcsolatban ismételten erősödő kockázatkerülés határozta meg.**

A nemzetközi pénzügyi piacokon uralkodó befektetői hangulatot alapvetően a rövid távon enyhén romló konjunkturális kilátások, illetve az eurozóna perifériaországaiiban zajló szuverén adósságválság legújabb hulláma befolyásolta. A kockázatos eszközök áralakulásában bekövetkező erőteljes korrekcióhoz a fejlett országokban beindult, illetve a közeljövőben várható monetáris szigorítás következtében enyhén felerősödő kockázatkerülés is hozzájárulhatott. A tőkeáramlás irányában a biztonságosabbnak ítélt pénzügyi eszközök portfólión belüli felülsúlyozása dominált, ugyanakkor a feltörekvő piacok kockázati megítélése továbbra is pozitív.

A hazai pénzügyi eszközökkel szemben mutatott befektetői attitűdöt a feltörekvő piacok kedvező megítélése, a régióval kapcsolatos kockázatérzékenységben jelentkező viszonylagos stabilitás, valamint néhány országspecifikus tényező befolyásolta. A portugál és görög adósságválság legújabb hulláma csak korlátozott mértékben hatott a régiós felárakra, az időszak végén enyhén emelkedett a magyar kockázati prémium. A viszonylagos stabilitáshoz országspecifikus tényezőként a konvergenciaprogram kedvező nemzetközi fogadtatása, a forint kamatfelára, valamint az erős első negyedéves külkereskedelmi mutatónk is hozzájárulhatott. A nem rezidens szereplők tovább

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

növelték a magyar eszközökkel szembeni kitettségüket. Az eszközvásárlás elsősorban az állampapír-állomány jelentős bővülésében jelentkezett.

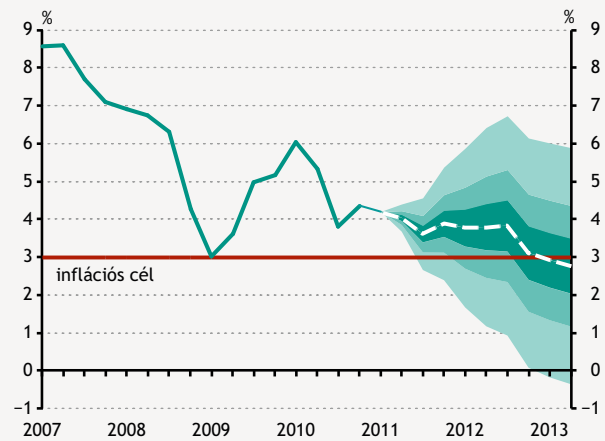
Külső egyensúlyi pozíciókat továbbra is a robusztus külső kereslet által vezérelt kedvező export, valamint az alacsony fogyasztás és beruházás nyomán kialakult lanya belső felhasználás kettőssége határozza meg. Ennek következtében 2010-ben régiós összehasonlításban is magas szintre, a GDP 4 százaléka közelébe emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége, amiben elsősorban a magánszektor pozíciójának javulása játszott szerepet.

Külső pozícióink tovább javulhat a következő években, aminek hátterében a javuló reálgazdasági egyenleg és az európai uniós transferek fokozódó beáramlása áll, amelyet csak részben ellensúlyoz a jövedelemegyenleg emelkedő hiánya. Külső finanszírozási képességünk javulását 2011-ben az SNA-szemléletű államháztartás pozíciójának erőteljes romlása mellett a magánszektor pozíciójának érdemi javulása határozza meg, míg 2012-ben a további javulást már egyértelműen az államháztartás egyenlegének – elsősorban a Széll Kálmán-terv intézkedéseire köthető – javulása okozza, miközben a magánszektor nettó megtakarításai enyhén mérséklődnek.

**Az idei fiskális lazítást jövőre jelentős kiigazítás követi, ennek következtében az államháztartás 2012-es hiánya 3 százalék közelében alakulhat.**

A költségvetési pályát alapvetően befolyásolják a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedései, amelyek 2011-ben egyszeri kiadások révén némileg rontják az egyenleget, 2012-ben azonban jelentősen csökkentik a hiányt. A 2011. évi ESA-szemléletű többlet a nyugdíjpénztári vagyomból származó egyszeri bevétel következménye, amely elfedi a jövedelemadók területén ezzel párhuzamosan végrehajtott fiskális lazítást. Ahhoz, hogy 2012-ben elérhető legyen a 2,5 százalékos kormányzati hiánycél, a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram teljes végrehajtása mellett a 2011-ben képzett stabilitási tartalék eltörlésére és az ehhez kapcsolódó kiadáscsökkentő intézkedések tartós érvényesítésére van szükség. A bejelentett kormányzati intézkedések javítják a költségvetés strukturális pozícióját, 2012-ben a hiány mintegy fele az előző években elszenvedett gazdasági visszaesés – főként adóbevételeken keresztül érzékelhető – következménye. Középtávon, ha a gazdasági teljesítmény felzárkózik középtávú szintjéhez, és további intézkedések nem érintik a költségvetési pályát, akkor a hiány a GDP 2 százaléka körüli szinthez tarthat.

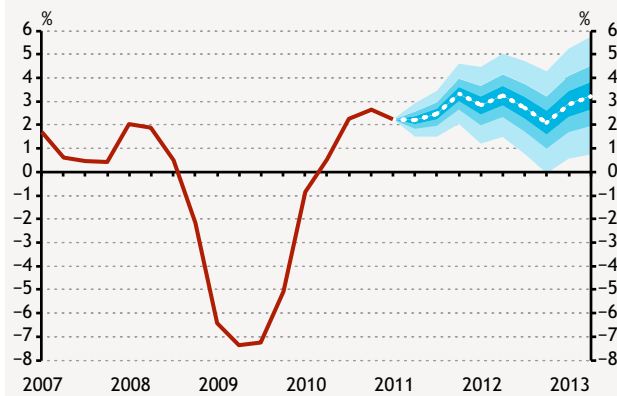
**Inflációs előrejelzésünk legyezőábrája\***



\* A legyezőábrán bemutatott előrejelzésünk az infláció 8 negyedéves horizonton várható lefutását mutatja.

**GDP-előrejelzésünk legyezőábrája\***

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



\* A legyezőábrán bemutatott előrejelzésünk a gazdasági növekedés 8 negyedéves horizonton várható lefutását mutatja.

## Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink endogén kamatpálya alkalmazása mellett készültek.)

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

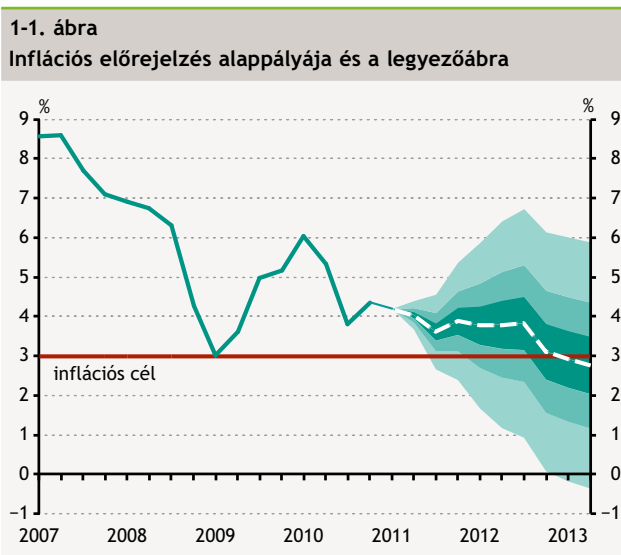
<sup>1</sup> 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.<sup>2</sup> Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.<sup>3</sup> A GDP arányában. A 2012-es hiányadat a Széll Kálmán-terv részleges beépítését tartalmazza.<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.<sup>8</sup> MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági reáljövedelem teljes időszora nem tartalmazza a kötelező magán-nyugdíjpénztári díjtartalékokat.

\* A nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 2012. évi növekedését több tényező együttes hatása is csökkentette márciusi előrejelzésünkhöz képest. Egyrészt a bejelentett kormányzati programokkal összhangban a közszférában 2012-ben is a nominális bérek befagyasztására számítunk. Másrészt a munkapiacra rokkant- és korengedményes nyugdíjazásból visszakérülő foglalkoztatottak esetében kezdetben az átlagbérnél alacsonyabb bérezésre számítunk, ami tovább mérsékli a nemzetgazdasági átlagbér növekedési ütemét.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

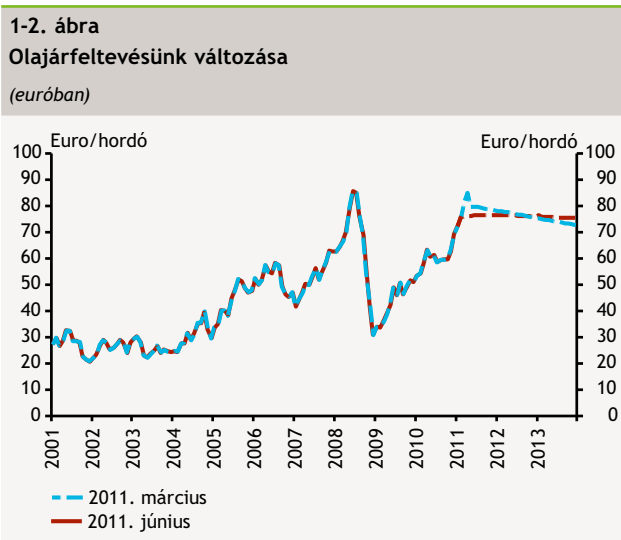
## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint az inflációt a költségsokkok és a gyenge belföldi kereslet kettőssége határozza meg. Rövid távon a világgpiaci nyersanyagárak magasan tartják az inflációt. Előre tekintve a költségtényezők stabilizálódására számítunk, így az infláció a sokkok első körös hatásának kifutásával mérséklődik. A maginflációban jelentkező másodkörös hatásokat a gyenge belföldi kereslet, valamint a laza munkaerőpiac ár- és bérleszorító hatása visszafogja. A fogyasztóiár-index csökkenését 2012 elején a szabályozott árak emelkedése átmenetileg megtöri. Az előrejelzés alappályája szerint az infláció további monetáris szigorítás nélkül 2012 végére elérheti az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos szintet.



A márciusi inflációs jelentés óta a világgpiaci nyersanyagárak felől tovább erősödő inflációs nyomás érzékelhető. A magas nyersanyagárak begyűrűztek a feldolgozott élelmiszerek áraiba, az olajárak emelkedése pedig gyorsan megjelent az üzemanyagok árában. A költségsokkok hatása előrejelzésünk szerint rövid távon továbbra is magasan tartja az inflációt, 2011 egészében a fogyasztóiár-index 4 százalék körül alakulhat. Előre tekintve az inflációt a költségsokkok jövőbeli alakulása, illetve a begyűrűzés mértéke határozza meg.

A világgpiaci nyersanyagárak jövőbeli alakulását számottevő bizonytalanság övezi. Összességében a nyersanyagárak csökkenésével számolunk. Az euróban mért olajárak jelenlegi szintje ugyan meghaladja a márciusi értéket, a határidős jegyzéseken alapuló feltevésünk alapján azonban az előrejelzési horizonton fokozatosan mérséklődik (1-2. ábra). A nyers élelmiszerek esetében az új termés megjelenéséig a fogyasztói árak további emelkedését várjuk, majd az idei év második felében a megfelelő terméseredmények oldhatják az árnyomást.

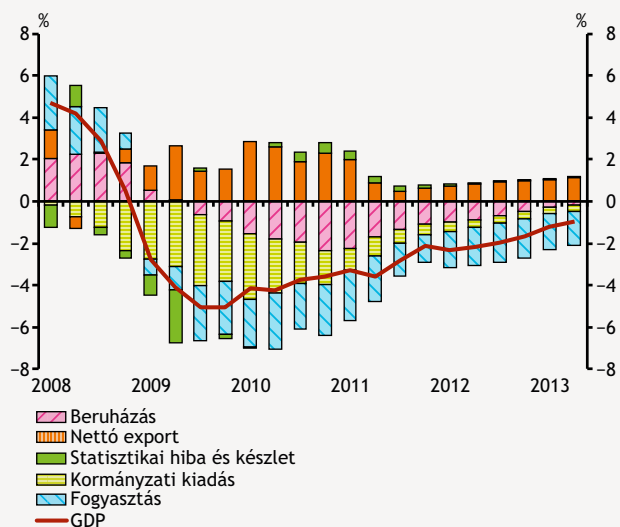


A költségsokkok begyűrűzését a gyenge belföldi kereslet nehezíti. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés a teljes horizonton negatív marad. A potenciális szinttől elmaradó kibocsátás a munkapiacra tartósan magas és csak lassan csökkenő munkanélküliséggel párosul. A negatív kibocsátási rés és a laza munkaerő-piaci feltételek a következő években is jelentős ár- és bérleszorító hatásúak. A reálgazdasági inflációs nyomás a teljes horizonton visszafogott marad, ami érdemben mérsékelheti a költségsokkok másodkörös hatásait (1-3. ábra). Így az infláció a monetáris kondíciók további szigorítása nélkül is elérheti az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékot (1-1. ábra).

1-3. ábra

A kibocsátási rés dekompozíciója\*

(2008-2013)



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

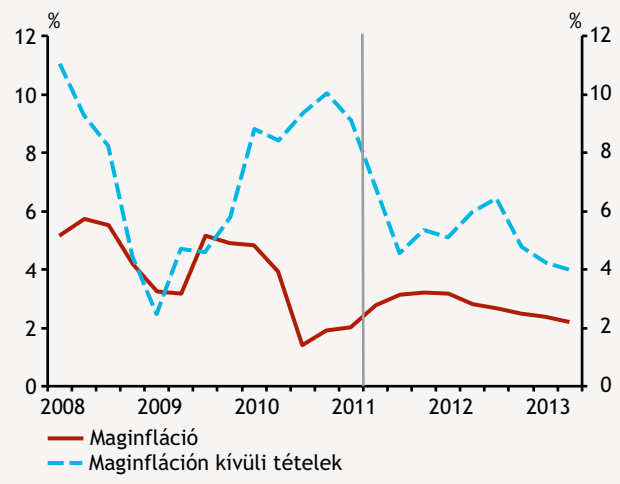
A maginfláció alakulását szintén a költségsokkok és a gyenge belföldi kereslet kettőssége határozza meg. Rövid távon a magas nyersanyagárak hatása megjelenik a maginflációban, ami 2011 átlagában a márciusi előrejelzésünknel magasabban, 3 százalék körül alakulhat. A költségnomás mérséklődésével azonban a gyenge belföldi kereslet és a laza munkaerőpiac ár- és bérleszorító hatása érvényesül, így a maginfláció 2012 végére fokozatosan 2,5 százalék alá csökkenhet (1-4. ábra).

A szabályozott árak várható alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság jellemzi. Az elmúlt negyedévekben a kormány számos olyan intézkedést fogadott el, amelyek tompították a magas nyersanyagárak fogyasztói árakban történő megjelenését. A gáz- és távhőárak ártámogatási rendszerének egy negyedévvél történő meghosszabbítása rövid távon márciusi várakozásainknál alacsonyabb szabályozottár-alakulást valószínűsít. Hosszabb távon azonban az elmúlt negyedévek magasabb nyersanyagárai miatt felhalmozott költségnomás változatlanul jelentős kockázatot jelenthet. A lakossági energiaárakat érintő ártámogatási rendszer jövedelem alapú támogatássá alakítása – bár a megelőzetési költségeket nem befolyásolja – az idei év végétől magasabb energiaárakhoz vezet. A megemelkedett világpiaci nyersanyagárakból adódó árnyomás kezelésének lehetséges hatásait és az előrejelzés során alkalmazott technikai feltevéseinket az 1-1. keretes írás mutatja be.

1-4. ábra

Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek áralakulására

(2008-2013. II. n.év)



Előrejelzésünk alappályája szerint az alapkamat jelenlegi, 6 százalékos szintjének huzamosabb ideig történő fenntartása elég lehet a költségsokkok középtávú inflációs hatásainak semlegesítéséhez, és 2012 végén elérhető a 3 százalékos cél. Az előrejelzés kamatpályája érdemben nem tér el a piaci hozamokból kinyerhető hozamgörbétől és az elemzői várakozásoktól.

1-1 táblázat

Inflációs előrejelzésünk részletei

	2010	2011	2012	
<b>Magainfláció</b>	3,0	2,8	2,8	
<b>Magainfláción kívüli tételek</b>	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,6	6,2	3,1
	Járműüzemanyag és piaci energia	18,1	10,7	3,3
	Szabályozott árú termékek	6,5	4,8	7,2
	Összesen	9,2	6,5	5,6
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	

## 1-1. keretes írás

## A lakossági energia szabályozásának hatása a fogyasztóiár-indexre

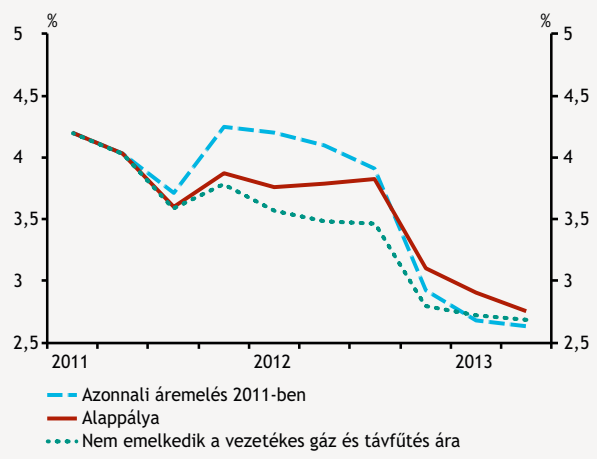
2010 októbere és 2011 májusa között a – forintban mért – világgpi olajár 30 százalékkal emelkedett. Bár közvetlen azonnali kapcsolat nincsen, a lakossági vezetékes gáz és távhő fogyasztói ára ugyanebben az időszakban csupán 2,8 százalékkal lett magasabb. Az olajárak emelkedését késéssel ugyan, de a gázárak emelkedése is követi, növekvő költségnyomást okozva a közüzemi szolgáltatók számára. A szolgáltatók a növekvő költségek eredményrontó hatásait hatékonyságjavítással és/vagy a fogyasztói árak emelésével kompenzálhatják. Előrejelzésünkben azzal a feltevéssel éltünk, hogy a magas nyersanyagárak költségnövelő hatásai a fogyasztói árakban is tükröződni fognak. Az aktuális általánosan gyenge munkapiaci és fenntarthatósági kockázatokkal terhelt növekedési környezetben a nemzeti hatóságok általában a szabályozott energiaárak emelkedésének tompítására törekszenek. Hasonló szándék a hazai szabályozók esetében is egyértelműen érzékelhető. Mivel a lakossági energiaárak várható szabályozási lépéseiről részletes információkkal nem rendelkezünk, ezért az alappályánkba beépített áremeléseket technikai feltevések mentén alakítottuk ki. Alappályánkban alkalmazott feltevésünk szerint a megemelkedett és az utóbbi negyedévekben felhalmozódott költségnyomás által indokolt áremelkedés 2/3-át érvényesítik a szolgáltatók, ami fokozatosan 4 negyedévre elosztva épülhet be a fogyasztói árakba.

Mivel információk hiányában a várható árdöntéseket jelentős bizonytalanság jellemzi, ezért alappályánk mellett két szélső kimenet inflációra gyakorolt hatását is érdemes megvizsgálni: egyik szélső alternatívánkban feltételeztük, hogy a megemelkedett költségek 2011 utolsó hónapjaiban teljes mértékben megjelennek a fogyasztói árakban, míg a másik szélső forgatókönyvben a kormányzat tartósan befagyasztja a fogyasztói árakat és a magas nyersanyagáraknak egyáltalán nem lesz áremelő hatása.

Az árszabályozás a fogyasztók széles körét érinti, így az infláció pályáját is nagymértékben befolyásolhatja. Ha a nyersanyagárak alakulásával összhangban változnának a lakossági energiaárak, akkor – minden más makrogazdasági feltétel változatlansága mellett – 2011 negyedik negyedévében és 2012 egészében 4 százalék fölötti inflációra számíthatnánk. Abban az esetben viszont, ha a kormány sikerrel elérné a gáz és távfűtés árának befagyasztását, a fenti időszakban 3,5 százalék közelébe, míg 2012 végére 3 százalék alá süllyedhetne a fogyasztóiár-index (1-5. ábra).

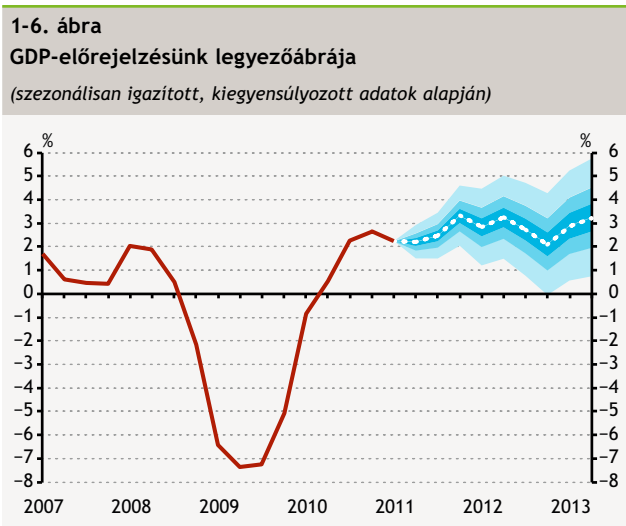
1-5. ábra

**Az éves fogyasztóiár-index alakulása az árszabályozásra tett különböző feltevések mellett**



## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

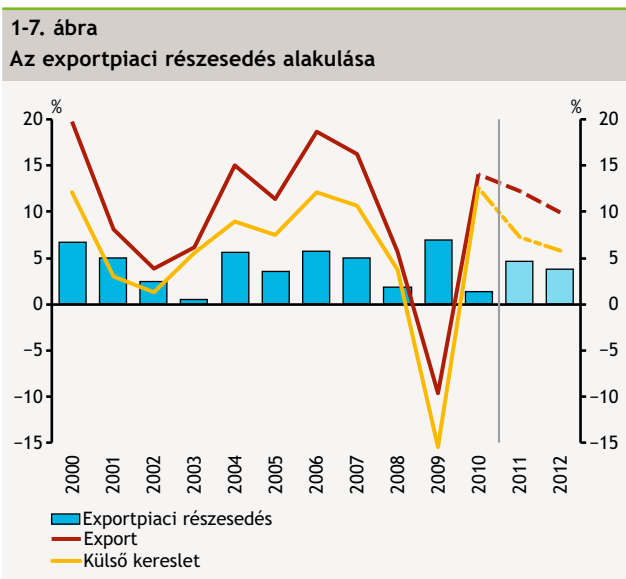
A magyar gazdaság növekedését az előrejelzési horizonton egészen csökkenő mértékű, de változatlanul erős kettősség jellemezheti. A növekedés motorja továbbra is az exportszektor, miközben a belső kereslet csak lassú növekedést mutathat. A várhatóan lassuló külső kereslet a hazai export dinamikáját is visszafogja, ám ennek hatását az új, nagy volumenű feldolgozóipari beruházások termelésének fokozatos beindulása ellensúlyozhatja. A növekedés fenntarthatóságát és a hosszú távú növekedési potenciál élénkítését megcélzó fiskális egyensúlyjavító program rövid távon szűkíti a belföldi keresletet, így a fogyasztás növekedése teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott maradhat. A belföldi felhasználás gyenge növekedése miatt a gazdasági kibocsátás csak lassan közelíti meg potenciális szintjét. A kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon negatív. A gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások tartós dezinflációs hatásokat okoznak.



A márciusi előrejelzéshez képest kedvezőtlenebbnek látjuk a konjunktúra kilátásait. Előrejelzésünkben az idei és a jövő évben is kissé 2,5 százaléka feletti növekedési ütemet valószínűsítünk (1-6. ábra). A kibocsátás bővülése némileg meghaladhatja a gazdaság potenciális növekedésének ütemét, de a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizontunkon még így is negatív maradhat. A kibocsátási rés záródását az export közel két számjegyű emelkedése vezeti, miközben a belső keresleti tételek számottevően középtávú egyensúlyi értékük alatt alakulhatnak.

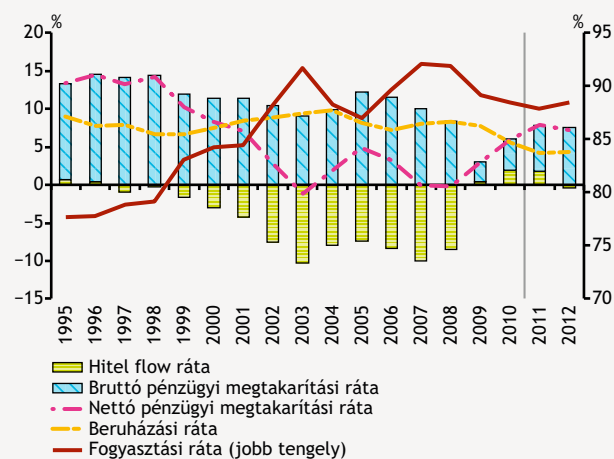
A külső konjunktúra folyamatairól alkotott képünk nem változott érdemben. A fejlődő (főleg ázsiai) országok dinamikus növekedése kedvezően hat a német növekedésre, így a feldolgozóipari megrendelésekre. Ez a pozitív hatás a magyar exportban is érezhető. Előrejelzésünkben azonban a külső kereslet fokozatos lassulására számítunk. Ennek háttérben alapvetően két tényező áll. Egyrészt, a gyorsan növekvő, feltörekvő országokban a túlhevülés megakadályozására megszorító monetáris politikai lépésekre kerülhet sor, mely mérsékli a hazai termékek iránti keresletet is. Másrészt, a fejlett országokban bejelentett fiskális konszolidációs tervek is a kereslet lassulását okozhatják exportpiacainkon. Ezeket a hatásokat azonban ellensúlyozza a hazai – főként az autóiparhoz köthető – nagyberuházások fokozatos aktiválása. A fenti hatások eredőjeként az export az előrejelzési horizonton egészen dinamikus maradhat, és a piaci részesedésünk is emelkedhet (1-7. ábra). Az import – a visszafogottan alakuló belső keresleti folyamatokkal összhangban – némileg elmaradhat a korábban várttól. Ennek következtében a nettó export hozzájárulása a növekedéshez változatlanul magas lehet.

A háztartások viselkedését meghatározó legfontosabb tényezők a lakossági jövedelmeket érintő, ellentétes irányú



költségvetési intézkedések együttese, a lassan javuló munkapiaci helyzetkép és a folytatódó mérlegkiigazítás. Ez utóbbit és a válság során felértékelődött óvatossági motívum erősségét igazolja, hogy a személyijövedelemadó-terhek mérséklésének hatása egyelőre nem a fogyasztás bővülésében, hanem a pénzügyi megtakarítások emelkedésében érhető tetten. Előre tekintve a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedései a következő években rontják a lakosság jövedelmi pozícióját, ezzel mind idén, mind a jövő évben visszafogottabb fogyasztási pályát okozva. Ugyanakkor rövid távon a vártnál nagyobb reálhozam-kifizetések átmenetileg élénkíthetik a fogyasztási kiadásokat, és a bejelentett adósmentő csomag is növelheti a háztartások mozgásterét a fogyasztási kiadások növelésére.

1-8. ábra  
Lakossági jövedelmek felhasználása\*



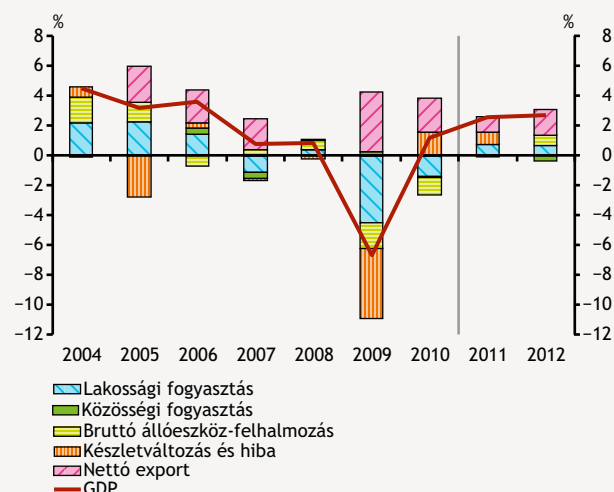
\* A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

Mindazonáltal az óvatossági megfontolások válság során bekövetkezett felerősödése a pénzügyi megtakarítások tartósabb megemelkedéséhez vezetett. Ezzel párhuzamosan az idei évben még enyhén csökkenő, majd a jövő évtől stabilizálódó fogyasztási rátára számítnak (1-8. ábra). A háztartások így vélhetően a beruházásaik elhalasztásával alkalmazkodnak erőteljesebben. A fent bemutatott ellentétes hatások eredőjeként a fogyasztás az előrejelzési horizont egészen számottevően kedvezőtlenebb a márciusi prognózisnál.

Márciushoz képest a magánszektor beruházási folyamatait kedvezőtlenebbnek ítéljük meg. Szektorális megbontásban vizsgálva, a kapacitáskihasználtság heterogén képet mutat. Míg a feldolgozóiparban a meglévő kapacitások kihasználtsága a válságot követően ismét historikus szintre emelkedett, a piaci szolgáltatások kedvezőtlenebb kilátásai miatt még mindig a válságot megelőző átlag alatti szinten stagnál. A beruházási aktivitást rövid távon visszafoghatja, hogy a szolgáltatószektorban lehetőség van a kihasználatlan szabad kapacitások bevonására, a feldolgozóiparban pedig a globális kereslet alakulását övező bizonytalanság okozhatja a kiváráó beruházási aktivitást. Bár a banki felmérések eredményei alapján a vállalati szektorban a hitelezési feltételek további szigorodásával már nem kell számolni, ám a jelenleg is szigorú finanszírozási kondíciók fennmaradása továbbra is akadályt jelentheti a vállalati aktivitás bővülésének. Összességben a vállalati hitelezés érdemi élénkülésére és a beruházások általános növekedésére a jövő év közepétől számítnak. Az ágazatok széles körében jellemző óvatos beruházási aktivitás ellenére, a már bejelentett nagy feldolgozóipari beruházások realizálása a következő években a vállalati beruházásoknak is jelentős lökést ad.

A lakossági beruházások esetében rövid távon továbbra is számottevő csökkenést valószínűsítünk. A lakáspiac nagymértékű visszaesése az eladósodott háztartások időben elhúzódó mérlegkorrekciójához, valamint a szigorú hitel-

1-9. ábra  
A GDP-növekedés alakulása



kondíciók fennmaradásához köthető. Kínálati oldalon a jelentős túlkínálat, valamint az építőiparban érvényesülő erőteljes finanszírozási korlátok vetik vissza a piac élénkülését. Ezzel szemben a kormány és a Bankszövetség által elfogadott adómentő csomag némileg javíthat a háztartási szektor helyzetén. A lakáspiac stabilizálódására csak a jövő évtől számítunk.

A kormányzati vásárlások alakulásával kapcsolatban továbbra is a bejelentett intézkedések tekinthetők irányadónak. Márciusban – részletes információk hiányában – technikai feltevések mentén, a teljes csomag felét figyelembe véve csak egy hozzávetőleges becslést tudunk adni a várható hatásokra. Az azóta bejelentett részleteknek köszönhetően jelen előrejelzésünkben pontosabban tudunk számolni az intézkedések várható hatásaival. Márciushoz képest további változást jelent, hogy a konvergenciaprogram is új információkkal szolgált a kormányzati kiadások jövőbeli alakulását illetően. Az állami szférában az idei évben várható létszámléépítés és bérbefagyasztás nemcsak a kormányzati kiadásokat mérsékli, de a lakossági fogyasztásra is negatívan hat. Az intézkedések miatt a kormányzati beruházások esetében kismértékben kedvezőtlenebbnek látjuk a jövő évi folyamatokat.

## 1-2. keretes írás

### Az Otthonvédelmi akcióterv árfolyam-rögzítési programpontjának hatása a háztartási viselkedésre

A kormányzat és a Bankszövetség 2011. május 30-án jelentette be Otthonvédelmi akciótervét, amelynek egyik programpontja a teljesítő jelzáloghitel-adósok<sup>1</sup> törlesztési árfolyamának átmeneti rögzítése. A jogosult hiteladósok végleges részvételi aránya érdemben befolyásolhatja mind a hitelezés, mind pedig a fogyasztás alakulását a teljes előrejelzési horizonton – e hatások számszerűsítését kíséreljük meg jelen keretes írásban.

Az árfolyamrögzítési program keretében a még teljesítő deviza-jelzáloghiteladósok kérhetik, hogy havi törlesztőrészeiket 36 hónapig, de maximum 2014. december 31-ig tartó rögzítési periódus alatt az alábbi kedvezményes árfolyamszinteken törleszthessék:

- frankhitelek: 180 Ft/svájci frank (a június 15-i árfolyam: 218 Ft/svájci frank, 21 százalékkal gyengébb);
- eurohitelek: 250 Ft/euro (a június 15-i árfolyam: 265 Ft/euro, 6 százalékkal gyengébb);
- jenhitelek: 2,0 Ft/japán jen (a június 15-i árfolyam: 2,29 Ft/japán jen, 14 százalékkal gyengébb).

Az elfogadott törvényjavaslat szerint a részvételi szándékról az adósok 2011. december 31-ig nyilatkozhatnak, ezt követően a programban való részvétel végleges, illetve újabb belépésekre nem lesz további lehetőség. A rögzítési árfolyam és a tényleges árfolyam közötti különbözetet a rögzítési periódust követően az adósnak kell megfizetni: a hónapról hónapra felmerülő különbözetet egy forintalapú gyűjtőszámlán írják jóvá, amely a rögzítési időszak alatt a 3 hónapos BUBOR-ral kamatozna, a hitelező bank pedig ezen túlmenően nem lenne jogosult semmilyen egyéb díjat felszámítani. A rögzítési időszak után, 2015. január 1-jétől a gyűjtőszámla végösszegének, mint egy forinthatelnek megkezdődik az annuitás alapú törlesztése az eredeti devizahitelnek megfelelő lejáratlaltal. Ez lényegében azt jelenti, hogy egyidejűleg két hitele lesz az adósnak, az eredeti deviza és az újonnan törlesztendő forint. A rögzítési periódus alatt 100 százalék, utána 25 százalékos állami garanciavállalás vonatkozna a gyűjtőszámla összegére, amelyért a bankok garanciadíjat fizetnek az államháztartásnak.

<sup>1</sup> A programban való részvétellel a 90 napon túli késedelemmel nem rendelkező ügyfelek jogosultak.

A konstrukció a devizahitelek szempontjából lényegében egy adósságátstrukturálásnak felel meg, valamelyest kedvezőbb feltételekkel, mint amelyekkel a bankok piaci alapon jelenleg is kínálják az ástrukturálás lehetőségét. Mivel a banki átstrukturálások során legalább az ügyleti kamatot felszámítják (illetve az ügyfél hitelminőség-romlása miatt azt gyakran növelik is), ezért a bankok által végrehajtott átstrukturálások nagyobb kamatterhet rónak az ügyfélre, mint az állami „árfolyamrögzítés” segítségével végrehajtott átstrukturálás. A konstrukció mindazonáltal elsősorban azon teljesítő adósok számára lehet előnyös, akik eleve hitelek átstrukturálását tervezték, vagy akik hiteleit már korábban piaci alapon átstrukturálták, de türelmi időszakuk lejár 2011. december 31-ig (ez utóbbi kör állományarányosan nagyjából 4 százalékot tesz ki). A programba belépők várható számát és körét több, nehezen számszerűsíthető tényező befolyásolhatja (likviditási kifizettség, spekulációs és óvatossági megfontolások, szociális háttér stb.). Ha a programban minden jogosult<sup>2</sup> élne részvételi lehetőségével, akkor a jelenlegi feltételek mellett, illetve a jelenlegi árfolyamszintek fennmaradása esetén a gyűjtőszámlákon – kamatokkal együtt – mintegy 330-340 milliárd forint halmozódna fel 2014 végéig. Ennek hatására ezen adósok bankok felé fennálló kötelezettsége 2014 végéig csak 6 százalékkal csökkenne, míg az árfolyamrögzítés nélkül ez az adósságalomány 14 százalékkal lenne alacsonyabb (a szóban forgó adósok újabb hitelfelvételétől eltekintve).

A hiteladósok preferenciájától függően azonban a részvételi arány jelentősen alacsonyabb lehet. A rendelkezésünkre álló adatbázisokból<sup>3</sup> megkíséreltük számszerűsíteni a programba belépők várható számát és körét. Feltételezésünk szerint a részvétel azok számára lehet vonzó, akik egyébként is fontolgatták hitelek átstrukturálását, illetve akiknek jövedelmi kifizettségük miatt likviditási pufferre van szükségük. Ezért a rendelkezésre álló mintáinkban a potenciális átlépők körét azokra szűkítettük, akiknek jövedelme nem haladja meg az átlagbért, illetve akiknek jövedelemarányos törlesztési terhe 30, illetve 40 százaléknál nagyobb. A 40 százalékot meghaladó jövedelemarányos törlesztési teherrel bíró és átlagbér alatti jövedelemmel rendelkező adósok mintaelemszám-alapú gyakorisága 17,5 százalék, állománnyal súlyozva pedig 28,5 százalék. Ugyanezen gyakoriságok a 30 százalékot meghaladó törlesztési teher esetén 28,1 százalék, illetve 41,3 százalék (1-2. táblázat). A tényleges részvételi arány tehát becslésünk szerint állományarányosan 30-40 százalék lehet, így a gyűjtőszámlákon felhalmozódó összeg 2014 végéig mintegy 97-130 milliárd forintot tehet ki.

Mivel a programba potenciálisan belépők köre likviditáskorlátoznak feltételezhető, ezért ezen háztartások felszabaduló jövedelem-többletüket megtakarítás helyett döntően fogyasztásra költethetik. Figyelembe véve a becsült állományarányos részvételi arányt, ez negyedévente mintegy 6,3-8,3 milliárd forintnyi többletet jelenthet a háztartások fogyasztási kiadásaiban. Ugyanakkor azt figyelembe kell venni, hogy ez a fogyasztásnövekedés kényszerhitelezéssel, azaz a háztartások túlzott eladósodottságának fenntartásával történik, nem pedig új, egészséges hitelaktivitás által.

Mindazonáltal a tényleges résztvevők számát és fogyasztási hajlandóságát jelentős bizonytalanság övezi. A bizonytalanságot okozó tényezők közül a legfontosabb a devizaárfolyamok alakulása. Míg becslésünk során a jelenlegi árfolyamszintek fennmaradásával kalkuláltunk, fontos kiemelni, hogy minél erősebb lesz a svájci frank a következő 6 hónapban (2011. december 31-ig, a program belépési határidejéig), annál magasabb lehet a programba belépők száma és a fent leírt hatások nagysága. A rögzítési időszak alatt megvalósuló árfolyammozgás pedig végső soron a halmozódó gyűjtőszámla végösszegét, és így a háztartások jövőbeli törlesztési terheit befolyásolja jelentősen.

1-2. táblázat

A programban részt vevők tényleges részarányának becsült értékei

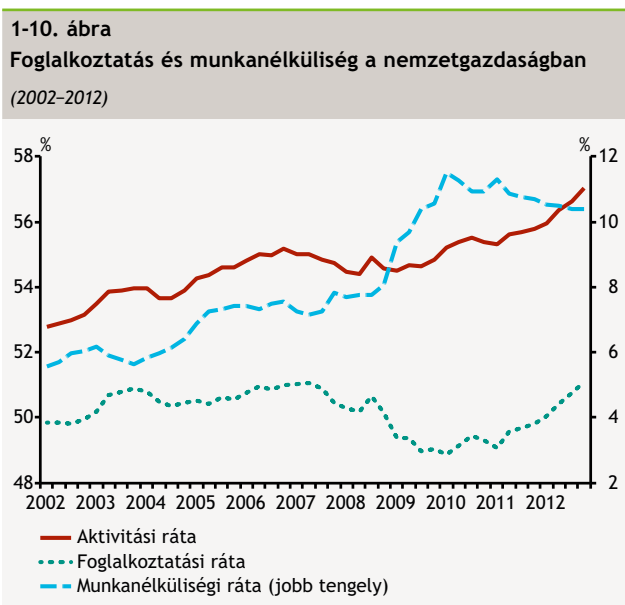
Definíció	Gyakoriság	Állományi részesedés
A jövedelemarányos törlesztőrészlet magasabb, mint 40%, és átlagbér alatti jövedelemmel rendelkezik	17,5%	28,5%
A jövedelemarányos törlesztőrészlet magasabb, mint 30%, és átlagbér alatti jövedelemmel rendelkezik	28,1%	41,3%

<sup>2</sup> A jogosultak körét a svájci frank-, illetve a japánjen-adósokra szűkítettük, tekintve, hogy az euroalapú hitelfelvevők körében a lehetőség kevésbé vonzó a jelenlegi árfolyamszintek mellett.

<sup>3</sup> Egy a GfK által végzett háztartási kérdőíves felmérés eredményei (2010-es jövedelemadatok).

## 1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon a munkapiaci környezetet a munkakereslet válságot követő visszafogott élénkülése és a kormányzat munkakínálatot ösztönző intézkedéseinek együttese határozza meg. A kormányzati intézkedések tovább növelhetik az elmúlt években már emelkedő munkapiaci aktivitást, ám ez a hatás csak időben elnyújtottan, fokozatosan jelentkezhet. A gazdasági kibocsátás lassú élénkülésével párhuzamosan a munkakereslet is csak enyhén emelkedhet, így a növekvő aktivitás mellett kezdetben a munkanélküliek száma nem csökken. A jelentősen bővülő munkakínálat teljes előrejelzési horizontunkon a bérdinamika mérséklődése irányába hat, így a reálbérek növekedése tartósan elmaradhat a termelékenység bővülésétől. A munkanélküliségi ráta csökkenésében továbbra is központi szerepet kaphatnak az állami foglalkoztatási programok.



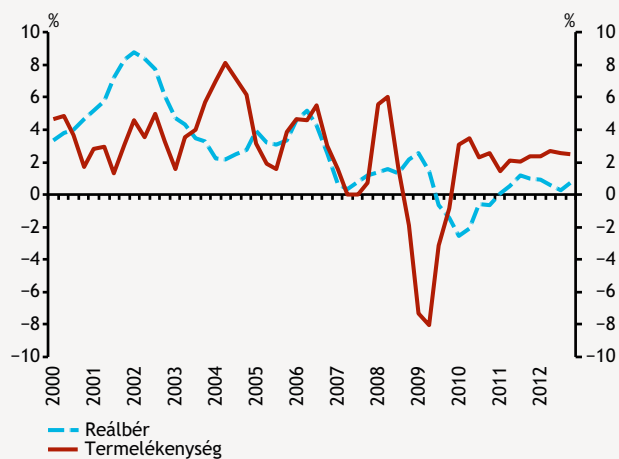
A munkapiaci környezetet az előrejelzési horizonton a visszafogott élénkülő munkakereslet és a folyamatosan erősödő munkakínálat kettőssége határozza meg. A válság alatt megfigyelt munkaerő-tartalékolás miatt a kilábalás során a vállalatok munkaerő iránti kereslete – az aktivitás folyamatos bővülése mellett – várhatóan csak fokozatosan élénkül (1-10. ábra). Az így kialakuló laza munkapiaci környezet historikusan alacsony bérdinamika kialakulását teszi lehetővé. A magas munkanélküliség mellett a munkavállalói terhek csökkentése lehetőséget teremt a vállalatoknak arra, hogy a költségsokkok miatt elszenvedett jövedelemromlást a bérköltségek leszorításán keresztül ellensúlyozzák.

A foglalkoztatási folyamatokban márciushoz képest a legnagyobb változást a rokkantnyugdíjasok munkapiacra való visszavezetését célzó program okozza. Az intézkedések hatására nagyobb mértékben növekvő aktivitás – az érintettek gyengébb foglalkoztatási esélyei miatt – rövid távon magasabb munkanélküliséget és az állami foglalkoztatási programok magasabb kihasználását eredményezi. A különböző végzettséggel rendelkező csoportok foglalkoztatási esélyei eltérnek egymástól. A magasabban képzettek várhatóan már rövid távon is nagyobb valószínűséggel tudnak elhelyezkedni, így visszatérésük a munkapiacra pozitívan járulhat hozzá a foglalkoztatáshoz. Az alacsonyabb végzettségűek esetében azonban nagyobb az esélye annak, hogy az érintettek tartósan munka nélkül maradnak. A közmunkaprogramok kiterjesztése ellensúlyozhatja ezt a hatást. (A rokkantnyugdíj-szabályozás megváltozásának várható következményeivel a Kiemelt témák fejezetben található 6-2. rész foglalkozik részletesen.) Kisebb mértékben ugyan, de szintén az aktivitás emelkedésének irányába hathat az a tervezett felsőoktatási reform is, mely jelentősen csökkenti az államilag finanszírozott helyek számát a felsőokta-

1-11. ábra

## A bruttó reálbér és termelékenységváltozás a versenyszférában

(2000–2012)



tásban. Mindezek hatására – az aktivitás jelentős emelkedése mellett – a munkanélküliségi ráta az idei évben is magas maradhat, és csak jövő évben mutakozhat érzékelhető csökkenés. A foglalkoztatás 2011-ben enyhén emelkedik, és a konjunktúra élénkülésével 2012-ben is csak fokozatos bővülés várható.

A válság során a vállalati szektor komoly profitromlást szenvedett el, majd az ezt követő kilábalás – főként a bérköltségek visszafogásán keresztül – a profithelyzet lassú javulását tette lehetővé. Jelenleg a globális nyersanyagárak emelkedése miatt a termelési költségek jelentősen növekedtek, ami újabb alkalmazkodási kényszert jelent. A gyenge belső kereslet miatt azonban a vállalatok csak korlátozottan tudják ezt a költségnyomást áraikon keresztül továbbhárítani. A tartósan magas munkanélküliség viszont lehetővé teszi számukra, hogy a költségemelkedést a bérköltségek leszorításával ellensúlyozzák (1-11. ábra).

Bár a beérkezett tényadatok hatására rövid távon a márciusi előrejelzéshez képest felfelé módosult az alappálya, középtávon a munkakínálat emelkedése, a lassú kilábalás és a továbbra is gyenge munkakereslet alacsonyan tartja a bérdinamikát. Összességében az idei évben némileg magasabb, 4,5-5 százalékos körüli, jövőre 4-4,5 százalékos körüli bérléveletet várunk.

1-3. táblázat					
Előrejelzéseink változása 2011. márciushoz képest					
	2010	2011		2012	
	Tény	Előrejelzés			
		Március	Aktuális	Március	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció <sup>1</sup>	3,0	2,3	2,8	2,4	2,8
Fogyasztóiár-index	4,9	4,0	3,9	3,4	3,6
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Külső kereslet (GDP-alapon) <sup>2</sup>	2,6	2,1	2,5	2,3	2,4
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,1	2,8	1,4	3,0	1,7
Kormányzat végső fogyasztása	-1,7	-0,5	-0,1	-1,8	-3,0
Állóeszköz-felhalmozás	-5,6	1,2	-0,1	3,6	3,7
Belföldi felhasználás	-1,1	2,1	1,7	2,0	1,1
Export	14,1	9,6	12,3	9,3	9,9
Import	12,0	9,3	12,1	8,6	8,8
GDP	1,2	2,9	2,6	3,0	2,7
<b>Külső egyensúly<sup>3</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,1	1,4	1,9	2,0	3,2
Külső finanszírozási képesség	3,9	3,7	4,3	4,6	5,8
<b>Államháztartás<sup>3</sup></b>					
ESA-egyenleg	-4,3	2,5	2,4	-4,6	-3,2
<b>Munkaerőpiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4</sup>	1,5	2,3	2,5	5,2	1,6*
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>5</sup>	0,0	0,4	0,6	0,5	1,9
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>6</sup>	3,3	4,1	4,7	4,9	4,3
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	-1,0	0,6	0,7	1,3	1,1
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5,7</sup>	-2,0	0,9	2,6	2,7	1,7
Lakossági reáljövedelem <sup>8</sup>	-1,2	2,4	2,1	1,6	1,1

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

<sup>2</sup> Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.

<sup>3</sup> A GDP arányában. A 2012-es hiányadat a Széll Kálmán-terv részleges beépítését tartalmazza.

<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

<sup>8</sup> MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonváltozások hatásával.

\* A nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 2012. évi növekedését több tényező együttes hatása is csökkentette márciusi előrejelzésünkhöz képest. Egyrészt a bejelentett kormányzati programokkal összhangban a közszférában 2012-ben is a nominális bérek befagyasztására számítottunk. Másrészt a munkapiacra rokkant- és korengedményes nyugdíjazásból visszakérülő foglalkoztatottak esetében kezdetben az átlagbérnél alacsonyabb bérezésre számítottunk, ami tovább mérsékli a nemzetgazdasági átlagbér növekedési ütemét.

<b>1-4. táblázat</b>			
<b>Előrejelzésünk összehasonlítása más intézmények prognózaival</b>			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2011. június)	3,9	3,6	-
Consensus Economics (2011. május) <sup>1</sup>	3,3 – 4,2 – 5,0	2,5 – 3,5 – 4,1	-
Európai Bizottság (2011. május)	4,0	3,5	-
IMF (2011. június)	4,1	3,4	-
OECD (2011. május)	4,0	3,3	-
Reuters-felmérés (2011. június) <sup>1</sup>	3,8 – 4,3 – 5,1	2,9 – 3,5 – 4,6	2,8 – 3,1 – 3,7
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2011. június)	2,6	2,7	-
Consensus Economics (2011. május) <sup>1</sup>	2,0 – 2,6 – 3,1	2,8 – 3,1 – 3,5	-
Európai Bizottság (2011. május)	2,7	2,6	-
IMF (2011. június)	2,6	2,5	-
OECD (2011. május)	2,7	3,1	-
Reuters-felmérés (2011. június) <sup>1</sup>	2,0 – 2,6 – 3,1	2,4 – 3,1 – 4,0	-
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)</b>			
MNB (2011. június)	1,9	3,2	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	1,9	-
IMF (2011. június)	1,7	1,6	-
OECD (2011. május)	2,7	1,8	-
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)</b>			
MNB (2011. június) <sup>5</sup>	2,4	-3,2	-
Consensus Economics (2011. május) <sup>1</sup>	(-2,3)–(-3,3)–(-4,8)*	(-2,4)–(-2,9)–(-4,8)	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	-3,3	-
IMF (2011. június)	2,3	-3,3	-
OECD (2011. május)	2,6	-3,3	-
Reuters-felmérés (2011. június) <sup>1</sup>	(-2,9) – 1,2 – 3,1	(-2,5)–(-3,0)–(-3,7)	-
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2011. június)	7,3	5,8	-
Európai Bizottság (2011. május) <sup>2</sup>	6,2	6,4	-
IMF (2011. április)	6,4	5,1	5,2
OECD (2011. május) <sup>2</sup>	7,0	6,4	-
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2011. június) <sup>3</sup>	2,5	2,4	-
Consensus Economics (2011. március) <sup>1</sup>	2,2	2,3	-
Európai Bizottság (2011. május) <sup>2</sup>	2,5	2,5	-
IMF (2011. április) <sup>2</sup>	2,5	2,7	2,7
OECD (2010. május) <sup>2</sup>	3,0	2,8	-
<b>Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2011. június) <sup>4</sup>	1,9	1,5	-
Consensus Economics (2011. április) <sup>1</sup>	1,7	1,7	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	1,8	-
IMF (2011. április)	1,6	1,8	-
OECD (2011. május)	1,2	2,0	-

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

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

<sup>3</sup> Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával külső keresleti mutatónk súlyait is revidáltuk.

<sup>4</sup> MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum.

<sup>5</sup> A GDP arányában. A 2012-es hiányadat a Széll Kálmán-terv részleges beépítését tartalmazza.

\* A magán-nyugdíjpénztári bevételek nélkül.

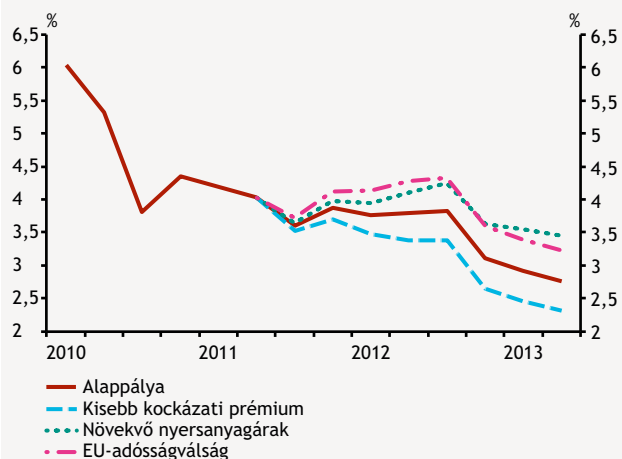
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2011. május); European Commission Economic Forecasts (2011. május); IMF World Economic Outlook Database (2011. április), IMF Public Information Notice (PIN) No. 11/73 (2011. június 15.); Reuters-felmérés (2011. június); OECD Economic Outlook No. 89 (2011. május).

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat három – a Monetáris Tanács döntése alapján legrelevánsabbnak tartott – alternatív pálya bemutatásával kívánjuk illusztrálni. A három pályában a költségvetést érintő kormányzati intézkedések befektetői megítélését, a nyersanyagárak alakulását, illetve az eurozóna periferiájának adósságválságát övező bizonytalanságot jelenítjük meg. A kormányzati intézkedések kedvező megítélése miatt javuló inflációs kilátások lehetővé teszik a kamatok csökkentését. Amennyiben azonban a világszerte nyersanyagárak tovább nőnek, vagy az eurozóna periferiájának adósságválsága súlyosbodik, az alappályához képest magasabb kamatszint fenntartására van szükség.

2-1. ábra

Alternatív scenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre



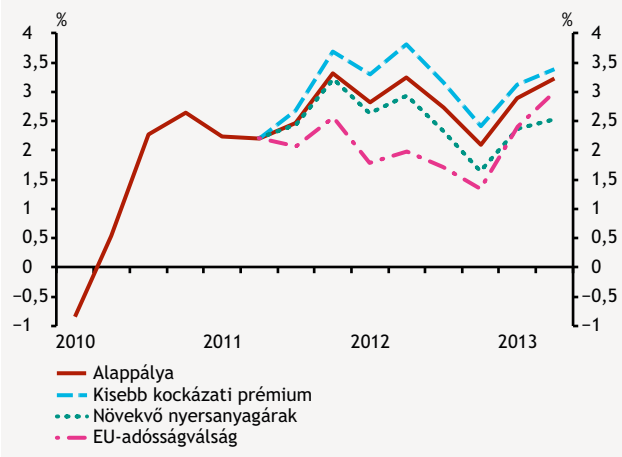
A kormány által bejelentett, a költségvetési hiányt és az államadósságot csökkentő intézkedéseket a nemzetközi befektetők kedvezően fogadták, azonban a forinteszközök kockázati felára továbbra is meghaladja a régió átlagát. Amennyiben a piac kedvezően ítéli meg a fiskális fenntarthatóság irányába tett lépéseket, jelentős mértékben csökkenhet a forinteszközöktől elvárt prémium, és közelíthetünk a régiós átlaghoz. Ebben az esetben a forint árfolyama is erősödne, ami az infláció csökkenésén keresztül lehetővé tenné az alapkamat mérséklését. A monetáris politikai lazítás gyorsabb gazdasági növekedéshez vezetne.

Az alappályában azzal számolunk, hogy a nyersanyagárak a jelenlegi magas színtről csökkenni fognak. Az olajár esetében a csökkenő határidős árakra, a mezőgazdasági termékek esetében a tavalyi kedvezőtlen év után az idei termés beérkezésére alapozunk. Ebben a kockázati pályában azt feltételezzük, hogy a nyersanyagárak az elmúlt évtizedben megfigyelt trendnek megfelelően nőnek az előrejelzési horizonton (ez a növekedési ütem továbbra is kisebb az elmúlt két évben tapasztaltnál). Szimulációnk szerint a nyersanyagárak további emelkedése tartósan magasabb kamatpályát tenne szükségessé. A szigorúbb monetáris politika valamelyest fékezi a gazdasági növekedést és mérsékli a költségsokkok hatását. Az infláció azonban ezzel együtt is magasabb, mint az alappályában.

Az eurozóna periferiáján zajló szuverén adósságválság az elmúlt hónapokban csak korlátozott mértékben hatott a kelet-közép-európai országok kockázati felárára. A krízis eszkalálódása azonban fokozottabb veszélyt jelenthet. Egyrészt az eurozóna növekedése is fékeződne, ami érdemben visszavetné a magyar gazdaság külső keresletét. Másrészt a befektetők kockázatkerülése drasztikusan emelkedne, ami a hazai eszközök kockázati prémiumát is emelné. A kocká-

2-2. ábra

Alternatív scenáriók hatása GDP-előrejelzésünkre



zati prémium emelkedése önmagában magasabb, míg a külső kereslet visszaesése önmagában alacsonyabb kamatpályát indokol. A két hatás közül az előbbi dominál, ezért ez a scenárió szigorúbb monetáris politikával konzisztens, miközben a prémium emelkedése miatt leértékelődne az árfolyam. A gyengébb árfolyam emeli az inflációt, amit teljes mértékben az alacsonyabb kereslet és a monetáris politikai szigorítás sem ellensúlyoz. A hazai konjunktúrát a kockázati prémium emelkedése és a külső kereslet visszaesése egyaránt fékezi (2-1. és 2-2. ábra).

### 3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

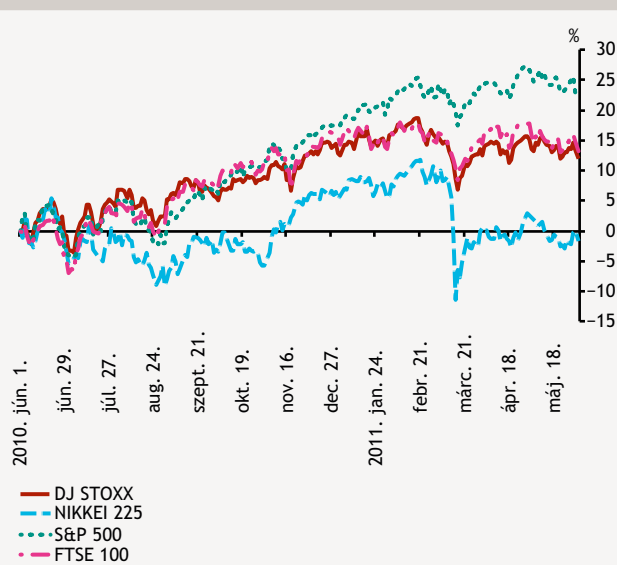
*A globális pénzügyi piacokon uralkodó befektetői hangulat alakulását érdemben a rövid távon enyhén romló gazdasági növekedési kilátások, valamint a szuverén adósságválságnak az eurozóna perifériaországokban jelentkező újabb hulláma befolyásolta. A kockázatos eszközök áralakulásában megmutatkozó erőteljes korrekcióhoz a fejlett országokban beindult, illetve a közeljövőben várhatóan beinduló monetáris szigorítás következtében enyhén felerősödő kockázatkerülés is hozzájárulhatott. Az időszak egészét tekintve a tőkeáramlás irányát a biztonságosabbnak ítélt pénzügyi eszközök portfólión belüli felülsúlyozása határozta meg, ugyanakkor a feltörekvő piacok kockázati megítélése továbbra is pozitív. A hazai pénzügyi eszközökkel szemben mutatott befektetői attitűdöt a feltörekvő piacok kedvező megítélése, a régióval kapcsolatos kockázatterzékelésben jelentkező viszonylagos stabilitás, valamint néhány országspecifikus tényező befolyásolta. Bár a portugál és görög adósságválság legújabb hulláma csak korlátozott mértékben hatott a régió kockázati primumára, az időszak végén enyhén megemelkedtek a magyar felárak. A viszonylagos stabilitáshoz a konvergenciaprogram kedvező nemzetközi fogadtatása, valamint az erős első negyedéves külkereskedelmi mutatónk is hozzájárulhatott. A nem rezidens szereplők tovább növelték a magyar eszközökkel szembeni kitétséget. Az eszközvásárlás elsősorban az állampapír-állomány jelentős bővülésében jelentkezett.*

*A magánszektor hitelhez jutása változatlanul nehéz. A vállalatok esetében ismét némileg szigorodtak a hitelezési feltételek, miközben a kamatfelárakban stagnálás figyelhető meg. A bankszektor leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál, akikért erős árverseny zajlik. A háztartási szegmensben összességében a lakáscélú hitelek nem árjellegű feltételei nem változtak, míg a fogyasztási hitelek esetén szigorodást figyelhettünk meg. A jelzáloghitelek esetén mind a teljes hitelköltség, mind pedig a kamatfelár emelkedett.*

## 3.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

3-1. ábra

Fejlett piaci részvényindexek alakulása

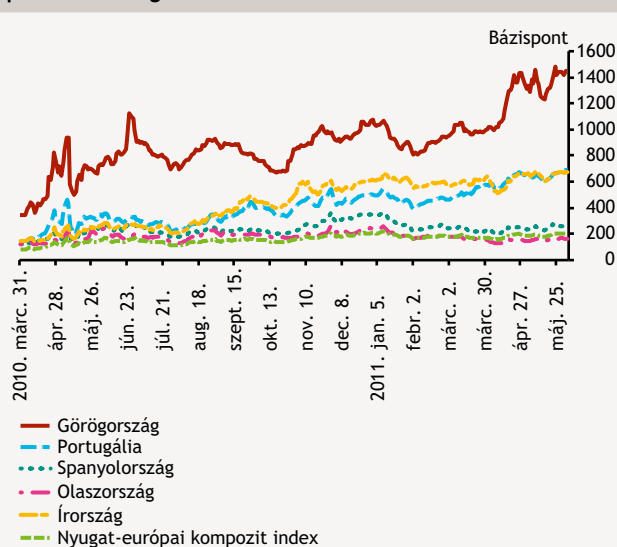


Megjegyzés: 2009. január 5. = 0; kumulált változás.  
Forrás: Thomson Reuters.

A márciusi jelentés óta eltelt három hónapot az időszak első részében a korábbinál kisebb volatilitás melletti stabil, az időszak végén azonban enyhén csökkenő globális kockázattal járó hajlandóság jellemezte. A fejlett és a feltörekvő piacok tőzszeindexeinek közel egy éve tartó robusztus emelkedése május elején megtört, illetve lelassult. Bár már márciusban is megfigyelhető volt egy éles törés a trendben, a japán természeti és nukleáris katasztrófa által kiváltott sokszori visszaesést követően ismét emelkedésnek indultak a mutatók, így az inkább átmeneti korrekcióként értelmezhető. A legutóbbi májusi visszaesés már úgy tűnik, hogy a trendszerű növekedés végét mutatja, amit a várakozásokat meghaladó vállalati gyorsjelentések ellenére a rövid távon romló világgazdasági növekedési kilátások, illetve az eurozóna perifériaországait sújtó szuverén adósságválság újabb hulláma válthatott ki (3-1. ábra). A kockázatos eszközök áralakulásában jelentkező mérséklődés leghevesebben az áru piacokat érintette, ahol a hétről hétre lokális, illetve történelmi csúcspontokat elérő mutatók hirtelen 5-10 százalékkal estek vissza. A nyersanyagok korrekciójához a globális konjunktúra visszafogottabb megítélésén túl az időszak végén mutatott dollárerősödés is hozzájárult.

3-2. ábra

5 éves szuverén CDS-felárak alakulása az eurozóna perifériaországjaiban



Forrás: Bloomberg.

A kockázati étvágy csökkenésének irányába hatott az euroövezet perifériaországjaiban felhalmozott adósságállomány finanszírozhatóságával kapcsolatos bizonytalanság felerősödése. A kockázati felárak megemelkedése a piaci források kritikus mértékű drágulását eredményezte néhány perifériaország esetében (3-2. ábra). A szuverén válság legújabb hullámai ezúttal Portugáliát érték el, ahol a kormányzat által tervezett strukturális reformok megművelése belpolitikai válsághoz, majd az EU/IMF által felkínált mentőcsomag igénybevételéhez vezetett. Az eurozóna döntéshozói a befektetői bizalom erősítése érdekében a szuverén adósságproblémák orvoslására kidolgozott intézményi megoldások megerősítése, illetve állandósítása mellett döntöttek. Az EFSF (European Financial Stability Facility, európai pénzügyi stabilitási eszköz) rendszerét 2013-ban az ESM (European Stability Mechanism, európai stabilitási mechanizmus) váltja föl. Épphogy csendesültek a Portugáliát övező viharok, a piaci szereplők a kritikus szintre emelkedett görög államadósság miatt kezdtek aggódni. Az IMF és Görögország

között 2010-ben létrejött megállapodás értelmében 2012-től ismét a piacról finanszírozná magát a dél-európai ország.

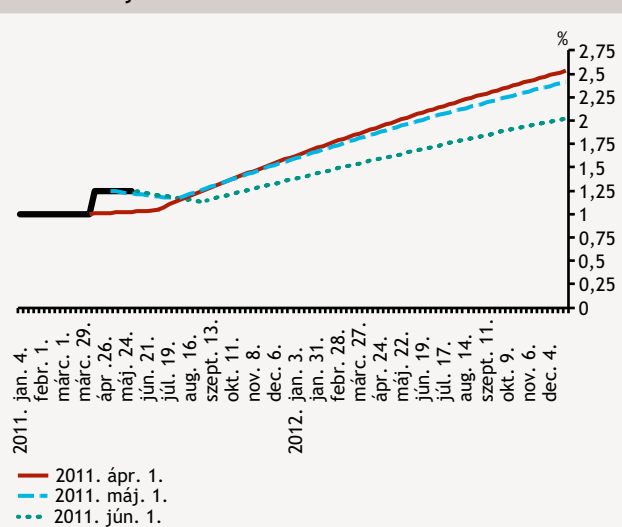
A strukturális reformok átütő sikerének az elmaradása, a vártnál nagyobb 2010-es költségvetési hiány következtében rekord szintre ugrott állampapírhozámok azonban nem tennék fenntarthatóvá a piaci forrásbevonást. A csőd közeli állapot feloldására kidolgozott megoldási javaslatok közül legnagyobb eséllyel az újabb mentőcsomag rendelkezésre bocsátása történhet meg. Reális forgatókönyvként azonban az adósság-átstrukturálás valamilyen formája, illetve a legpesszimistább és egyúttal a legnagyobb kockázattal járó scenárióként az eurozóna elhagyása is felmerült. Az utóbbi két változattal kapcsolatban megjelent hírek, nyilatkozatok mind negatív hatással voltak a befektetői bizalomra.

A kedvezőtlen fiskális folyamatok az Egyesült Államok és Japán esetében is a piaci szereplők fókuszába kerültek, miután az S&P mindkét ország hosszú távú adósságállományának besorolása mellé rendelt stabil kilátást negatívra rontotta. Noha a két állam hitelképessége csak minimálisan sérült, az államháztartás stabilizálására tett kormányzati törekvések a fiskális stimulus visszafogásán keresztül negatív növekedési kockázatokat rejtenek magukban.

A fejlett piacokon a monetáris kondíciók szigorítása az elmúlt időszakban tapintható közelségbe került. Bár a szigorítás beindítása a korábbi piaci várakozásokkal ellentétben valamelyest kitolódott és a mértéke is fokozatosabb lesz, a kormányzati kiadások mérséklése mellett ez tovább gyengítheti a gazdasági növekedést. A kiemelt gazdaságok közül elsőként az EKB lépett, miután áprilisban 25 bázisponttal 1,25 százalékra emelte az irányadó kamatlábát (3-3. ábra). A döntés az előzetes várakozásokkal összhangban történt, ennek megfelelően az EKB és a feltörekvő piacok kamatkülönbségében beálló szűkülés nem érte sokként a fejlődő térségeket, így többek között hazánkat sem. A fejlett piacokra begyűrűző inflációs nyomás másodkörös hatásainak mérséklése miatt az idén az Egyesült Királyságban, Svájcban és az euroövezetben várható (újabb) kamatemelés. Az Egyesült Államokban egyelőre csupán óvatos jelzést adtak a monetáris szigorítás időzítéséről a döntéshozók, az eddig megjelent információk alapján a mennyiségi lazítás (QE2) kifizetését követően először a lejárató eszközök újrabefektetése szűnne meg, majd az első kamatemelés után indulna meg a papírok értékesítése (3-4. ábra).

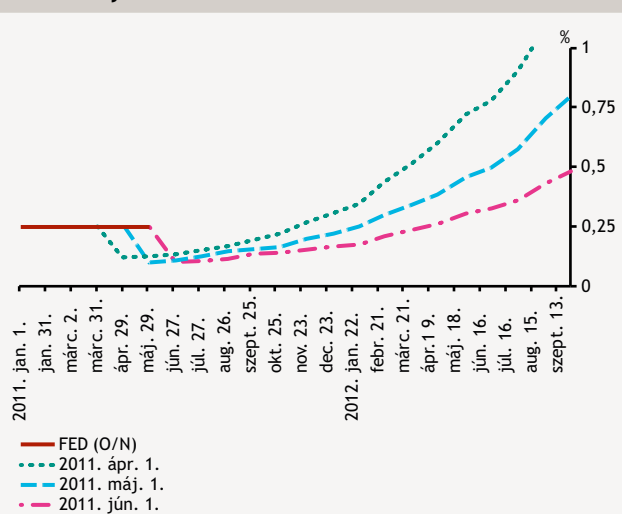
A fejlett térségek rövid távon romló gazdasági növekedési kilátásai következtében az időszak egészét tekintve a tőkeáramlás irányát a biztonságosabbnak ítélt pénzügyi eszközök felé történő portfólióátrendeződés határozta meg. Az észak-amerikai és nyugat-európai részvényalapok felől a

3-3. ábra  
Az EKB irányadó kamatára vonatkozó várakozások



Megjegyzés: az EKB által Svensson módszerrel becsült kamatok, AAA minősítésű, eurozóna államkötvények adatai alapján.  
Forrás: EKB.

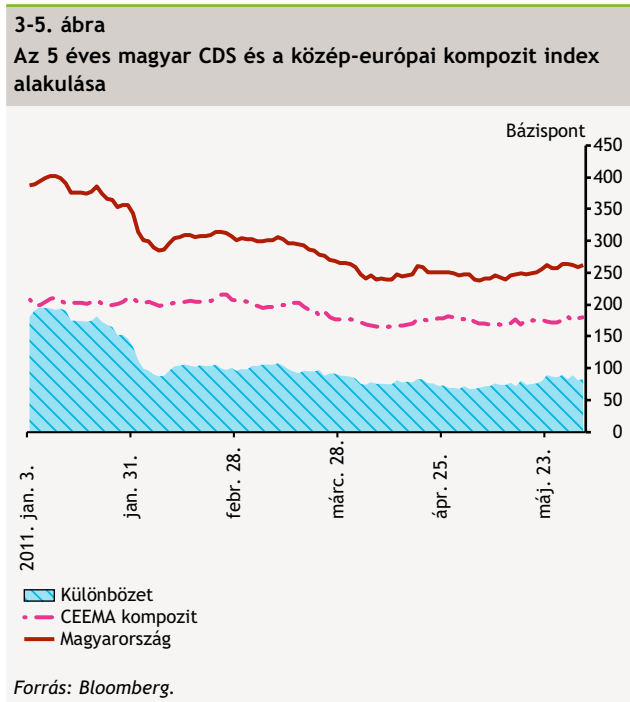
3-4. ábra  
A Fed irányadó kamatára vonatkozó várakozások



Megjegyzés: határidős kamatláb jegyzésekből számolva.  
Forrás: Thomson Reuters.

kötvényalapok irányába történő tőkemozgás egybeesett a tőkepiaci korrekcióval és a fejlett hosszú hozamok csökkenésével. Bár a tőkekivonás a feltörekvő régiókat is érintette, a térség kockázati megítélése továbbra is pozitív a befektetők szemében. Az összességében jelentős tőkebeáramlást eredményező folyamat szempontjából kockázatot jelent a fejlett és fejlődő térségek közötti szűkülő kamatkülönbözet.

## 3.2. Magyarország kockázati megítélése



Magyarország kockázati megítélésében a márciusi jelentés óta eltelt időszak alatt összességében a stabilitás jegyei domináltak (3-5. ábra). Ez a stabilitás nagyrészt a régió kedvező megítéléséhez köthető, ezen kívül azonban néhány országspecifikus tényező is szerepet játszhatott. Május második felében azonban érezhetően gyengült a hazánkkal kapcsolatos kockázatvállalási hajlandóság, ez lényegében globális tényezőkre és a magyar eszközöknek a nemzetközi hangulatváltozásra való fokozottabb érzékenységére vezethető vissza.

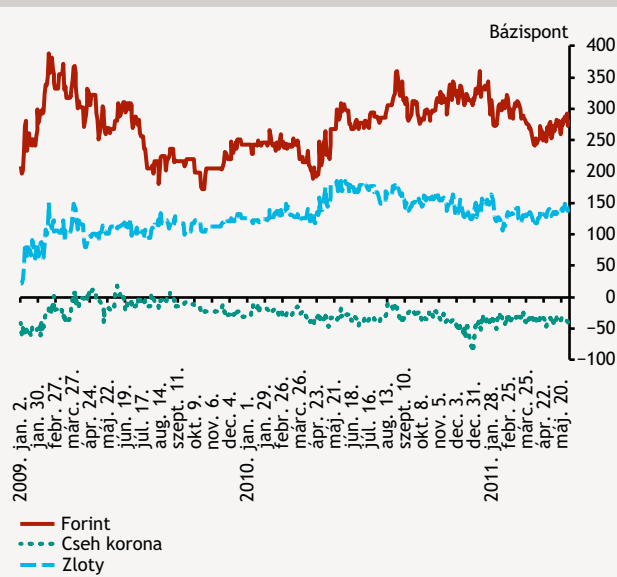
A nemzetközi tényezőket tekintve az eurozóna periferiáján zajló szuverén adósságválság csak korlátozott mértékben hatott a kelet-közép-európai országok kockázati felárára, a május végén tapasztalt feláremelkedés részben a görög krízis eszkalálódásával magyarázható. A dél-európai ország fiskális problémájának kedvezőtlen forgatókönyv szerinti megoldása azonban már fokozottabb veszélyt rejt magában, ugyanis a fejlett nyugat-európai országok bankrendszer feltehetően csökkentené kitétségét a régiókban, nehezebbé téve a piaci finanszírozáshoz való hozzáférést.

A magyar eszközök iránt mutatott kockázatterzékelés viszonylagos stabilitásához országspecifikus tényezőként a kormány által benyújtott konvergenciaprogram kedvező nemzetközi fogadtatása és az első negyedévben felmutatott rendkívül erős külkereskedelmi mutatónk is hozzájárulhatott. A piaci szereplők óvatos optimizmusa a Fitch júniusi bejelentésében is visszaköszött, amelyben a hosszú lejáratú magyar adósság BBB besorolásának kilátását negatívról stabilra javította. Mivel a tervezett strukturális intézkedéscsomag helyenként továbbra is implementációs kockázatot rejt magában, a kockázati felár tartós csökkenéséhez a Széll Kálmán-tervben, valamint a konvergenciaprogramban meghirdetett intézkedések következetes végrehajtása szükséges.

A relative kedvező befektetői hangulat alkalmat adott arra, hogy az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) a beütemezett, de még hiányzó forrás bevonásával teljesítse az idei évre vonatkozó devizafinanszírozási tervét. A május első hetében lezajlott eurokötvény-kibocsátás mind a magyar CDS-

3-6. ábra

Az euróhoz viszonyított 5 év múltai 5 éves forward kamatkülönbözet a régió országaiban



Forrás: Thomson Reuters.

felárral összhangban alakuló felár, mind a magas túljegyzés alapján sikeresként értékelhető.

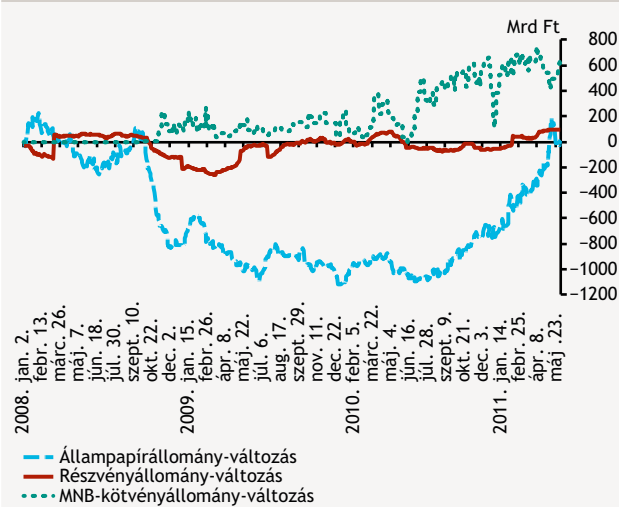
Az ország középtávú sérülékenységére hatással lehet a Surgutneftegas 21,2 százalékos MOL-részesedésének állami felvásárlása. Bár az 1,88 milliárd euro értékű tranzakció a bruttó államadósságot nem növeli, a korábban lehívott IMF-hitelből finanszírozott ügylet egyrészt csökkentette a hazai devizatartalék szintjét, másrészt megemeli a következő évben bevonandó devizaforrás mértékét.

Hazánk kockázati mutatói júniusban a március végi értékekhez képest közel azonos, illetve enyhén magasabb szinten tartózkodnak. Az 5 éves CDS-felárunk egy szűk 20 bázispontos sávban történő ingadozást követően 260 bázispont körül áll, az 5 éves devizakötvény-felárunk 15 bázisponttal 295 környékére emelkedett. Az 5 év múlva induló 5 éves forward forinthatam eurohozam feletti felára is némileg megemelkedett: a március végi 270 bázispont helyett 280-as szinten áll a mutató (3-6. ábra). A kockázati indikátorainkban megfigyelt változás összhangban volt a benchmark országok kockázati megítélésének alakulásával, így a régiós relatív pozícióink érdemben nem változott.

### 3.3. A külföldiek forinteszközök iránti kereslete

3-7. ábra

A külföldiek kezében lévő forint pénzügyi eszközök alakulása



Forrás: MNB.

A régió relative stabil kockázati megítélése és a feltörekvő piacokkal szemben mutatott általános pozitív befektetői attitűd, valamint a bejelentett kormányzati egyensúlyjavító intézkedések óvatosan optimista nemzetközi megítélése a forinteszközök iránt igen intenzív érdeklődést eredményeztek a külföldiek részéről. Folytatódott az első negyedévben megfigyelt rendkívül erőteljes emelkedés a külföldiek állampapír-állományában (3-7. ábra). Az első negyedévhez képest ezúttal azonban a tőkepiacon is jelentősen növelték kitettségüket, részvényállományuk közel 50 milliárd forinttal emelkedett.

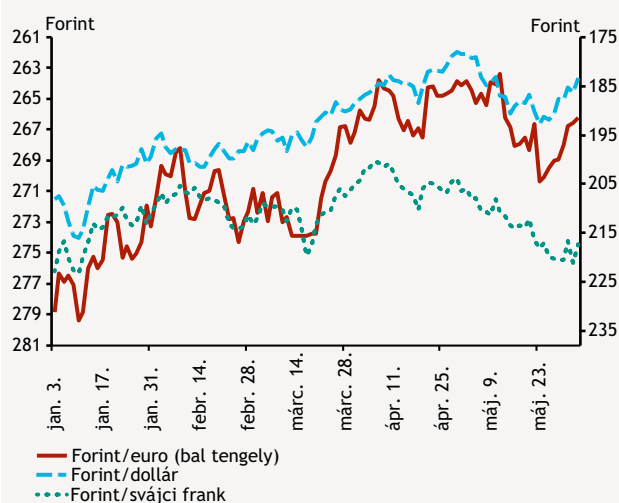
Március vége óta közel 320 milliárd forint értékben növelték a nem rezidens szereplők a magyar állampapír-állományukat. A bővülés üteme hasonló volt az első negyedévben megfigyelthez, az időszak végén kisebb korrekcióra került sor. A növekmény közel egyenlő arányban oszlott meg az éven belül illetve éven túl lejáró papírok között. A vételi tranzakciók fele a másodpiacon zajlott, míg a másik fele az aukciókhoz kapcsolódott. A külföldiek intenzív aukciós jelenléte jellemzően magas aukciós túljegyzéshez vezetett, az időszak alatt átlagosan közel 3-szoros volt a fedezettségi mutató.

A külföldiek MNB-kötvényállománya lényegében megegyezik a március végén mutatott 620 milliárd forintos szinttel. Az elmúlt három hónap során a nem rezidens szereplők egy része jellemzően az MNB-kötvényállomány leépítéséből fedezte állampapír-vásárlását. A globális kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésével azonban ismét a rövidebb magyar eszközök felé csoportosították portfóliójukat, és így az állampapír-állományban bekövetkezett korrekcióval együtt újra megemelkedett az MNB-kötvényállomány. Az állampapír-vásárlás nagy részét az FX-swap piacon korábban megkötött, forintkihelyezéssel járó ügyletek fokozatos kifutása során felszabaduló likviditásból finanszírozták a külföldiek.

## 3.4. Árfolyam-alakulás

3-8. ábra

A forintárfolyam alakulása



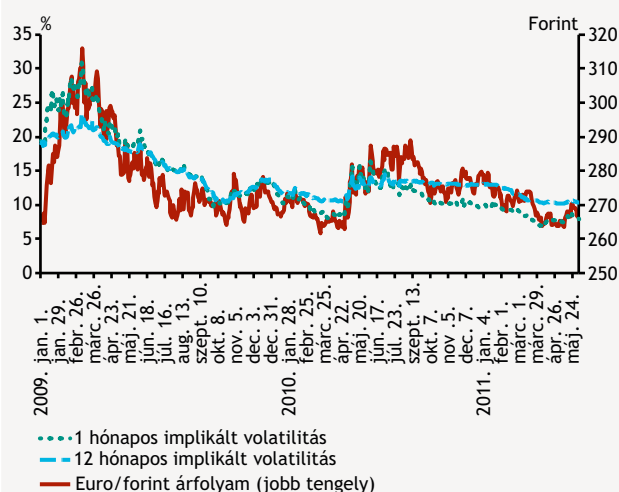
Forrás: Thomson Reuters.

A devizapiacian az árfolyamot két domináns hatás alakította: a régióval szembeni kedvező befektetői attitűd, majd ezt a hatást az időszak végén némileg felülíró emelkedő globális kockázatérzékelés (3-8. ábra). Május elején a PIGS szuverén kockázatok felerősödésével és a dollárral szembeni hangulat megváltozásával az euro/dollár jegyzések meredek csökkenésnek indultak. Ekkor az euro/forint jegyzés is kimozdult a megelőző hónapban megszokott szűk, néhány forintos sávjából, és enyhén megemelkedett napon belüli volatilitás mellett néhány napon belül közel két százalékkal értékelődött le az árfolyam (3-9. ábra). Ezzel párhuzamosan az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozó piaci bizonytalanság is megemelkedett, a risk reversal jegyzések és a ferdeségi mutató a gyengülés irányába mozdultak el.

Június közepén a körvonalazódó második görög mentőcsomaggal kapcsolatos hírek felerősödésével, valamint a rendkívül gyenge amerikai munkaerő-piaci adatok megjelenésével az euro/dollár árfolyam ismét az erősödés irányába mozdult el, ami a régiós devizák mozgására is hatással volt, így összességében a március végi szintek közelében alakulnak az euro/forint, illetve a dollár/forint jegyzések.

3-9. ábra

A forint/euro árfolyam és az árfolyam implikált volatilitásai



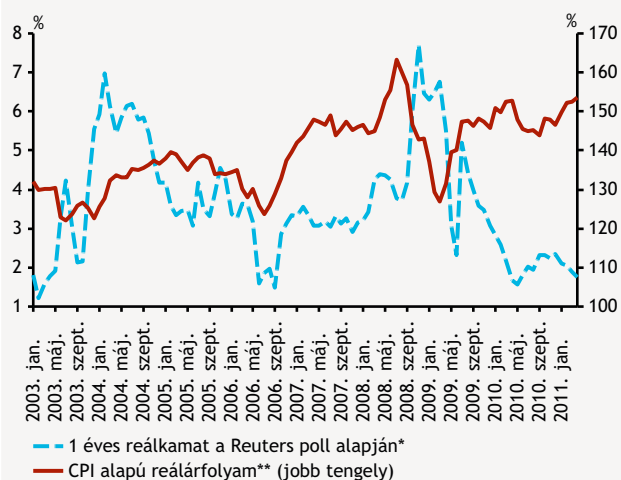
Forrás: Bloomberg.

A fentiekől eltérő hatás dominált a svájci frank/forint árfolyam alakulásában. A svájci fizetőeszköz intenzív felértékelődést mutatott a fejlett devizákkal szemben, ami elsősorban a frank menedékdeviza jellegéből adódott. A forint így az euróhoz hasonlóan közel 7 százalékos veszítést az értékéből, ami a devizahitel-törlesztés szempontjából megemelkedett kockázatot mutat.

## 3.5. Általános 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).

A márciusi jelentés óta eltelt időszak alatt a monetáris kondíciók változása a 2010 decemberétől megfigyelhető folyamat szerint alakult tovább: folytatódott az 1 éves reálkamat mérsékelt csökkenése, miközben a euro/forint reálárfolyam a monetáris feltételek szigorodását mutatta (3-10. ábra).

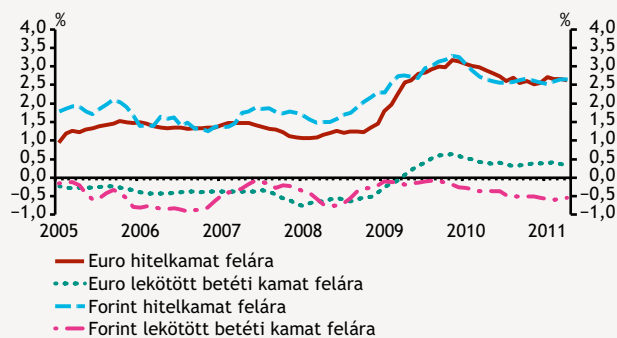
A reálkamat változása nagyrészt az inflációs várakozások kismértékű megemelkedésére vezethető vissza, a nominális hozam lényegében a kamatemelési ciklus befejeződésével kialakult szinten tartózkodik.

Az euro/forint reálárfolyamban megfigyelhető erősödést a nominális árfolyamban bekövetkező felértékelődés váltotta ki. Ezt a hatást tompította valamelyest az, hogy az eurozónában a fogyasztói árak havi alapon a hazainál gyorsabb ütemben emelkedtek.

## 3.6. Vállalati kamatkondíciók

3-11. ábra

A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

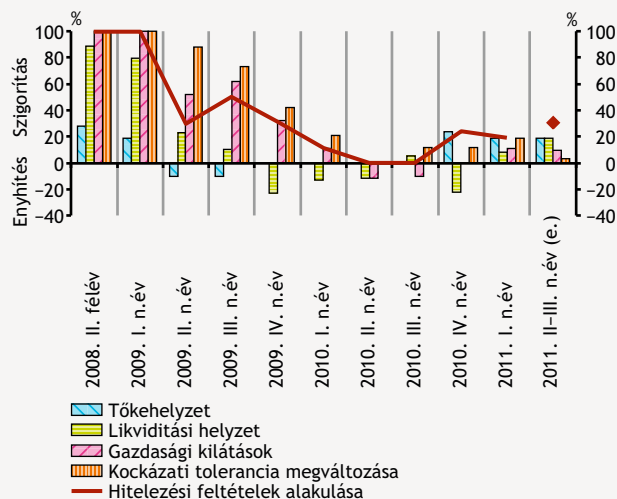
Forrás: MNB.

A vállalati hitelek esetén a bankközi kamat feletti felár 2,5 és 2,6 százalékpont közötti sávban stagnál 2010 második feléve óta mind az euroalapú, mind pedig a forintalapú hiteleknél (3-11. ábra). Figyelembe véve, hogy a hitelezési veszteségek miatti felár jelentősen emelkedett a válság óta (230–250 bázispont között alakul), a kialakult kamatfelár alacsonynak tekinthető, különösen az euroalapú hiteleknél, ahol a külföldi és devizaforrások költségei is jelentősen emelkedtek a válság óta.

Az MNB legfrissebb hitelezési felmérése<sup>4</sup> alapján az első negyedévben tovább nehezült a vállalatok számára a hitelhez jutás. A bankok nettó értelemben vett<sup>5</sup> 19 százaléka tovább szigorított a hitelezési feltételeken (3-12. ábra), valamint előre tekintve is szigorítást terveznek a következő félévben. A bankok csak a jobb hitelképességű vállalatokat finanszírozzák, de ezt a piacot nagyon éles verseny jellemzi. Ezen jó hitelképességű ügyfelek esetén a bankok kénytelenek alacsony kamatfelárral hitelt nyújtani, ami magyarázatot adhat arra, hogy a szigorodó hitelezési feltételek ellenére a kamatfelárak nem emelkednek. Összességében a jelenleg hitelképes ügyfelek növekvő kereslete hozhat fordulatot a hitelezésben, ezen ügyfelek köre a javuló konjunktúra miatt pedig feltehetően fokozatosan bővülni fog.

3-12. ábra

Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

<sup>4</sup> Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára.

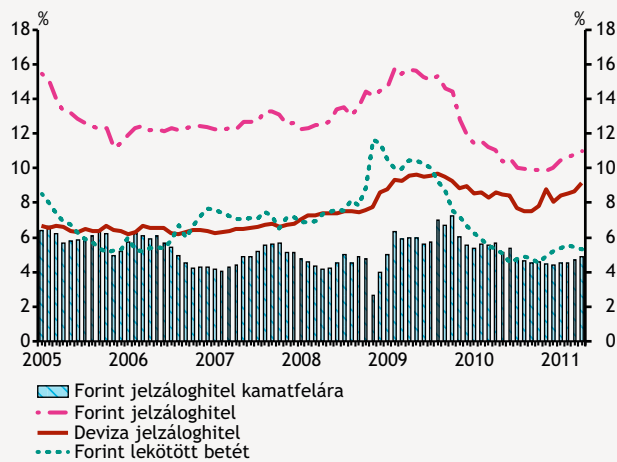
[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/hitelezesi-felmeres/mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres\\_201105](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/hitelezesi-felmeres/mnbhu_hitelezesi_felmeres_201105)

<sup>5</sup> A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

## 3.7. Háztartási kamatkondíciók

3-13. ábra

Jelzáloghitelek teljes hitelköltsége (THM)



Megjegyzés: A devizaalapú jelzáloghitelek 2010. augusztusi betiltása óta a devizaalapú THM a hitelkiváltások árát mutatja.

Forrás: MNB.

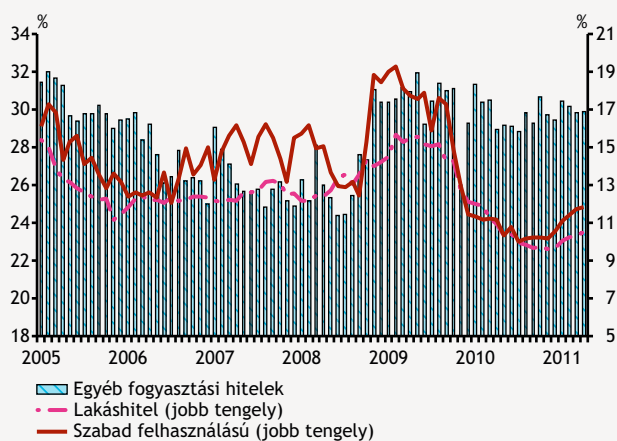
A háztartási jelzáloghitelek kondíciói tovább szigorodtak 2011 első négy hónapjában. Ugyanakkor markáns különbség 2010-hez képest, hogy elsősorban a hitel költségei drágultak, nem pedig a nem árjellegű feltételek szigorodtak. A jelzáloghitelek teljes hitelköltsége (THM) több mint egy százalékponttal (100 bázispont) emelkedett 2010 vége és 2011 áprilisa között, így az jelenleg átlagosan 11 százalék körül van (3-13. ábra). A THM emelkedése részben a jegybanki kamatemeléseknek tudható be. Ugyanakkor, ha azzal a feltevéssel is élünk, hogy az alapkamat-emelések teljes mértékben átgyűrűztek a hitelek árába, az alapkamat-emeléseken felül is közel fél százalékponttal emelkedett a teljes hitelköltség (3-13. ábra).

A jelzáloghitelekben belül a szabad felhasználású jelzáloghiteleknél mintegy 170 bázisponttal emelkedtek a hitelköltségek, miközben a lakáscélú hiteleknél 90 bázisponttal (3-14. ábra). A fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hiteledíjmutatója 2011 januárjában jelentősen növekedett, majd ezután 30 százalék körül stagnált. A teljes hitelköltség 2009 óta szintjében nem változott érdemben (3-14. ábra). Mivel a fedezetlen hiteleknél a kamatok ragadósak, a THM januári emelkedése elsősorban az év végi akciók kifizetésének tudható be.

A hitelezési felmérés alapján a nem árjellegű feltételek a lakáscélú és a fogyasztási hitelek esetén érdemben nem változtak, és ebben enyhítés a következő félévben sem várható (3-15. ábra). A kínálati korlátok a nem árjellegű feltételek korábbi szigorodását követően az elmúlt negyedévben az árjellegű tényezőkben is jelentkeztek (3-15. ábra).

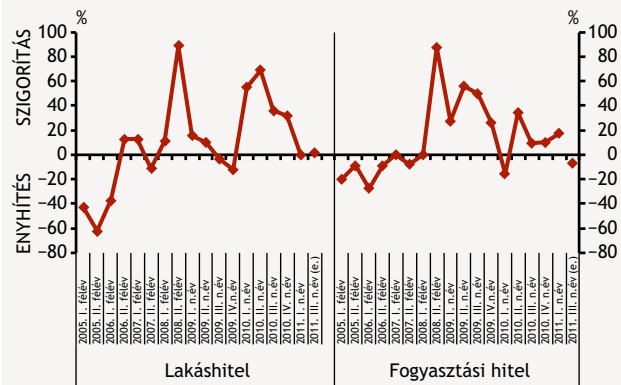
3-14. ábra

A lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Forrás: MNB.

**3-15. ábra**  
**Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben**



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

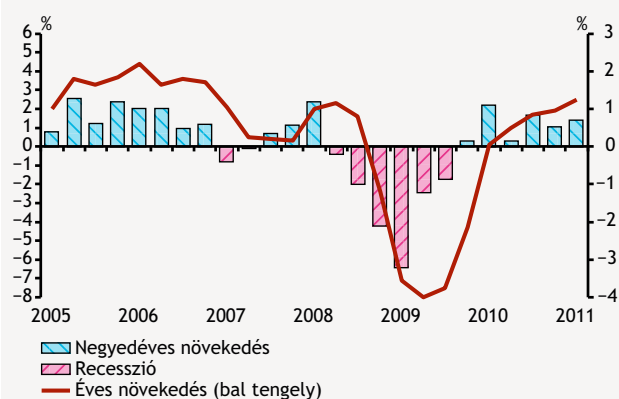
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

# 4. Makrogazdasági helyzetértékelés

## 4.1. Aggregált kereslet

Erősödő kockázatok mellett az idei év első hónapjaiban is folytatódott a világgazdaság 2008–2009-es válságát követő helyreállása. A javuló globális konjunktúra kedvező hatása a hazai GDP élénkülésében is jelentkezett, ám a változatlanul gyenge belföldi kereslet mellett a magyar növekedés nemzetközi összehasonlításban továbbra is az átlagnál gyengébbnek tekinthető. A belföldi felhasználás kibontakozását az elhúzó mérlegalkalmazkodás, a gyenge munkapiaci környezet, a visszafogott hitelaktivitás és az év elején emelkedő infláció együttesen hátráltatja, miközben az szja-kiengedésnek egyelőre nem volt számottevő keresletélénkítő hatása. Bár a következő negyedévekben a külső kereslet lassulására számíthatunk, a hazai exportértékesítések bővülése és így a növekedést jellemző kettősség változatlanul erős maradhat.

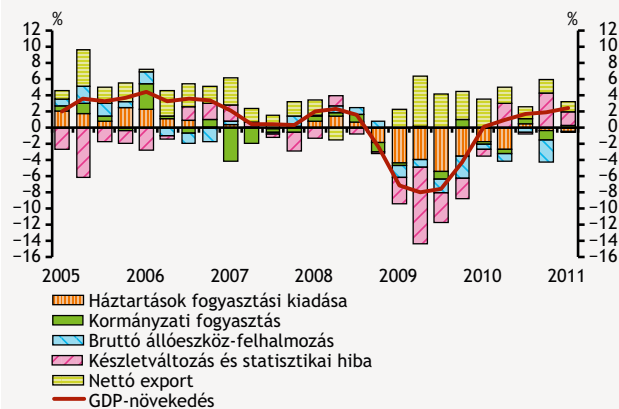
4-1. ábra  
A magyar GDP változása  
(2005–2011)



Az idei év első hónapjaiban élénkült a hazai gazdaság növekedése. A bruttó hazai össztermék 2011 első negyedévében 0,7 százalékkal haladta meg az előző év végének értékét (4-1. ábra). A növekedés erősödéséhez a kedvező külső környezet mellett számos egyedi – 2010 negyedik negyedévében a GDP-re éppen ellentétes hatást gyakorló (ipari termelés decemberi leállása, év végi prémiumkifizetések elhatalasztása) – hatás is hozzájárult. Ez utóbbiak kifizetése már a következő negyedévben a GDP-dinamika újbóli lassulását okozhatja.

A növekedést változatlanul erős kettősség jellemzi. A globális konjunktúra további erősödésével összhangban a hazai exportértékesítések is dinamikus bővülést mutattak, így a növekedésben továbbra is a nettó export pozitív hozzájárulása a leginkább meghatározó (4-2. ábra).

4-2. ábra  
A hazai éves GDP-változás szerkezete  
(2005–2011)

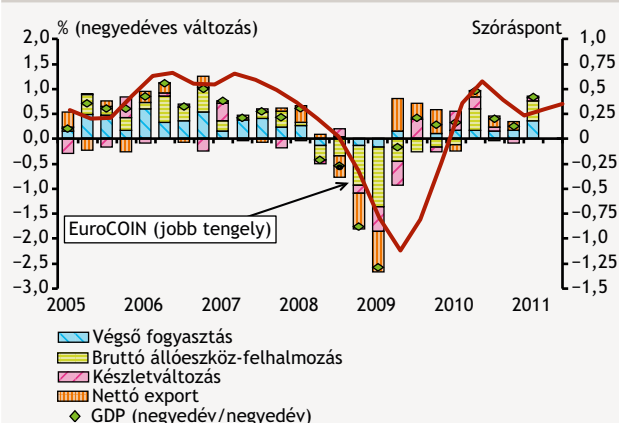


A belföldi kereslet 2011 első hónapjaiban sem mutatott számottevő elmozdulást. A válságát követő mérlegalkalmazkodás, illetve a munkapiaci helyzet normalizálódása korábbi várakozásainknál is hosszabb folyamat lehet, miközben a hitelezés folytatódó visszaesése általában hátráltatja a hazai gazdasági kilábalást. Ezen körülmények mellett az év eleji szja-kiengedés egyelőre nem gyakorolhatott érdemi hatást a háztartások fogyasztási és beruházási keresletére sem. A felhasználási oldalon változatlanul kiugró mértékű az „egyéb nem specifikált felhasználás” növekedési hozzájárulása, ami a legfontosabb keresleti tételek megnövekedett becslési bizonytalanságaira hívja fel a figyelmet.

4-3. ábra

Az euroövezet GDP-alakulása és a EuroCOIN\* indikátor

(2005–2011)

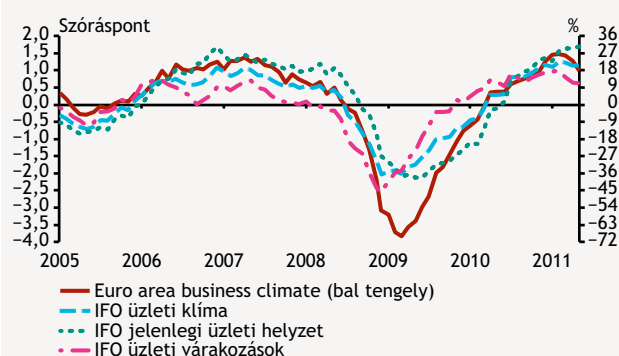


\* EuroCOIN az eurozóna GDP-növekedési trendjével együtt mozgó havi indikátor. A mutatót a CEPR gazdaságkutató intézet számítja havi makrogazdasági adatokból, dinamikus faktormodell segítségével (<http://eurocoin.cepr.org/>). A 2011. II. negyedévére vonatkozó adat az április-májusi időszak átlaga.

4-4. ábra

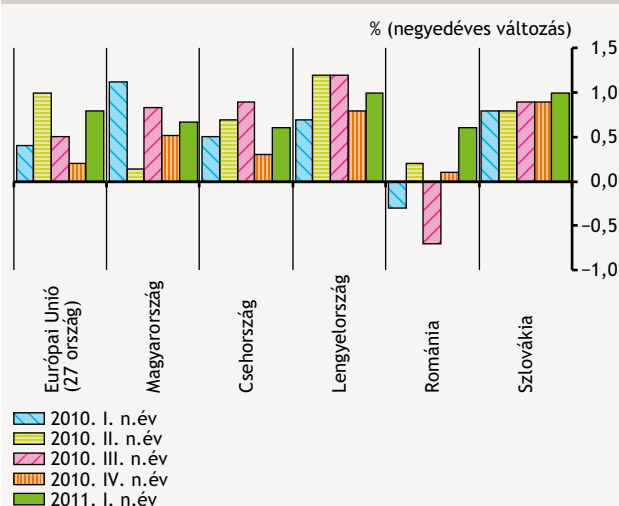
A legfontosabb európai bizalmi indikátorok alakulása

(2005–2011)



4-5. ábra

Gazdasági növekedés a régióban



## 4.1.1. KÜLSŐ KERESLET

Az idei év elején a globális konjunkturális környezet tovább javult, és a világgazdaság növekedése már megközelítette a válság előtti évekre jellemző átlagos értéket. Bár az egyes régiók közötti növekedési különbségek némileg csökkentek, a növekedési pályákban változatlanul jelentős eltéréseket tapasztalhatunk. A gyakran közel két számjegyű növekedést mutató fejlődő országok már-már a túlfűtöttség jeleit mutatják, miközben a fejlett gazdaságok kibocsátása továbbra is a potenciális szint alatt alakul.

A munkapiaci helyzet normalizálódása késve követi a konjunktúra fordulatát, ám a fejlett gazdaságok jelenlegi tapasztalatai a munkanélküliség tartósan lassabb csökkenésére utalnak. A gyenge foglalkoztatási helyzet mellett a bankok hitelaktivitása is visszafogottan alakul, tovább hátráltatva a belföldi kereslet erősödését. A fejlett gazdaságok belföldi felhasználásának lassú dinamizálódása ellenére a nemzetközi kereskedelem gyorsan visszatért a válság előtti években jellemző növekedési ütemekhez. A töretlenül növekvő fejlődő gazdaságokba irányuló export legfontosabb európai partnereink (főleg Németország) kivételét is látványosan élénkítette (4-3. ábra).

Az összességében kedvező külső keresleti környezetben az elmúlt negyedévekben számos, a fenntarthatóságot veszélyeztető kockázat is megjelent. A tartósan magas nyersanyagárak az aktuális kereslet mellett a fejlett gazdaságok potenciális növekedését is fékezhetik, miközben az euroövezet perifériájának szuverén adósságproblémái a fertőzés kockázatát is magukban hordozzák. A Japánt sújtó természeti katasztrófa a beszállítói kapcsolatokon keresztül az európai termelő szektort is kedvezőtlenül érintheti, ami már rövid távon is mérsékelheti a GDP növekedését.

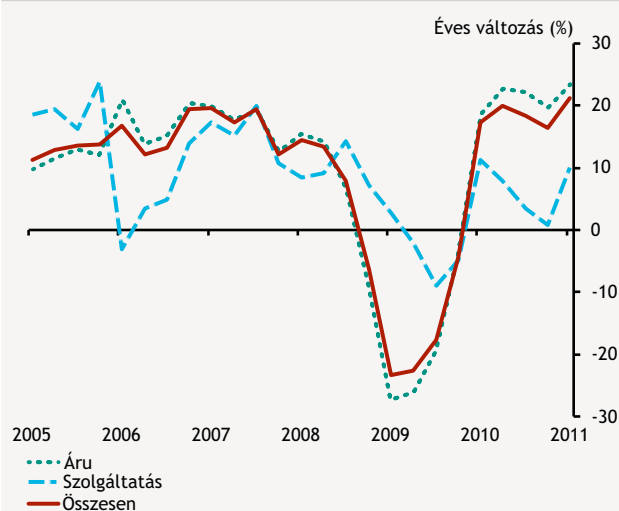
A növekedést veszélyeztető kockázatok erősödése a legfontosabb európai bizalmi indikátorok elmúlt negyedévi alakulásában is megfigyelhető. Az üzleti bizalmat mérő indexek továbbra is historikusan magas értékeket mutatnak, de szintjükben az év eleje óta – döntően a várakozások romlása miatt – általános korrekció volt megfigyelhető (4-4. ábra).

A recesszió előtt és a válság éveiben felhalmozott állami és magánadósságok miatti alkalmazkodási kényszer, a válságkezeléshez rendelkezésre álló gazdaságpolitikai mozgástér, illetve a megfigyelt eszközár-korrekciók jelentős eltéréseket okoztak a kelet-közép-európai régió gazdaságainak teljesítményében. Ezen különbségek – az európai folyamatokhoz hasonlóan – az elmúlt negyedévekben fokozatosan csökkentek (4-5. ábra). A növekedés motorját általánosan az exportértékesítések gyors növekedése jelenti, miközben

4-6. ábra

## Az áru- és szolgáltatásexport alakulása

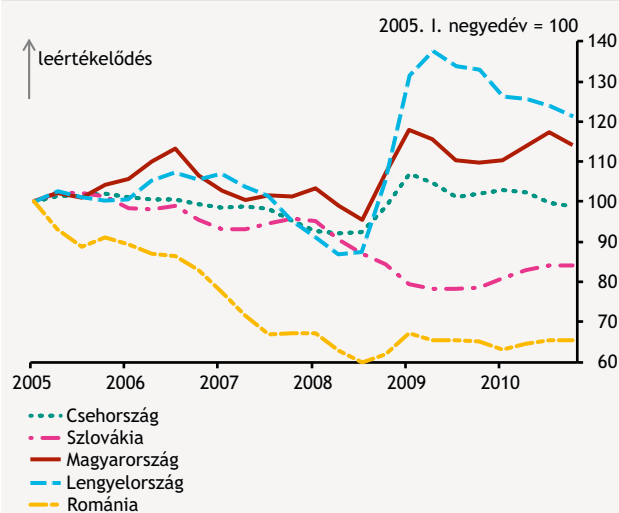
(2005–2011, euro alapon)\*



\* 2011 I. negyedévére előzetes adatok.  
Forrás: fizetési mérleg statisztika.

4-7. ábra

## A feldolgozóipari bérköltség alapú reálárfolyam alakulása\*



\* 36 fő ipari országhoz képest.  
Forrás: Európai Bizottság.

a magas munkanélküliség, a gyorsuló infláció és a régió többi országában is jelentkező fiskális konszolidációs igény a belföldi kereslet növekedési ütemét mérsékli. A növekedés beindulásával párhuzamosan ismét erősödő működőtöke-beáramlás jellemzi a régió országait, ami már rövid távon is emelheti a gazdaságok növekedési potenciálját.

## 4.1.2. HAZAI KÜLKERESKEDELEM

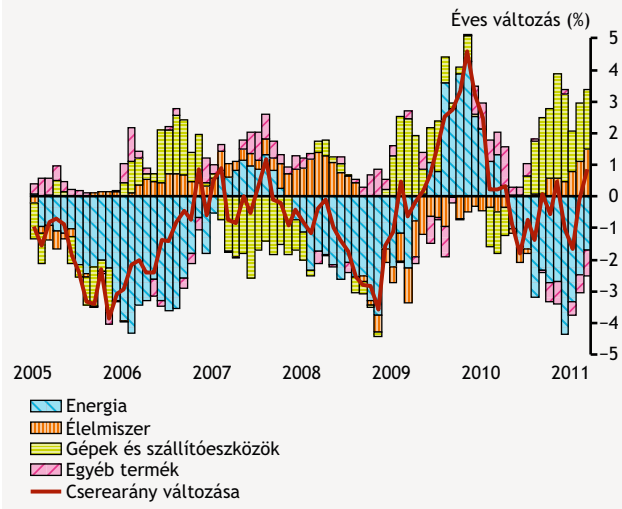
A 2010. év végi – döntően átmeneti tényezők okozta – lassulást követően jelentős korrekció jellemezte az év eleji exportadatokat. Az árukivitel növekedése már a válság előtti évek dinamikáját is meghaladja, miközben a kisebb súlyú szolgáltatásexport bővüléséhez az EU-elnökséghez kapcsolódó konferenciaturizmus élénkülése járulhatott hozzá érdemben (4-6. ábra). A várakozásainknál erősebb exportdinamikát a nemzetközi konjunktúraciklus vártnál kedvezőbb folyamatai indokolják, ahol a keresleti hatások – a fejlődő gazdaságok folyamatos térnyerése mellett – továbbra is főként a fejlett európai gazdaságokba irányuló kereskedelmi kapcsolatokon keresztül realizálódnak. Az elmúlt évben versenyképességi mutatóink a régiós átlagnál kedvezőbben alakultak, ami szintén támogatta exportpiaci részesedésünk újbóli emelkedését (4-7. ábra).

A márciusi japán természeti katasztrófa okozta ellátási problémák a külső piacainkat és a hazai exportáló vállalatok termelését is kedvezőtlenül érinthetik, így a második negyedévben az exportértékesítések növekedési hozzájárulása átmenetileg csökkenhet.

A hazai importkereslet gyorsuló bővüléséhez az export élénkülése mellett a befejezés előtt álló nagy feldolgozóipari (főleg autóiipari) beruházások importigénye is hozzájárult. Ennek hatását azonban tompította, hogy a magas nyersanyagárak miatt csökkent az energiahordozók (főleg a földgáz) importja, így a belföldi felhasználás egy része átmenetileg a hazai készletekből kerülhet kielégítésre. Bár a gyenge lakossági fogyasztás továbbra is az alacsonyabb importdinamika irányába hat, a várhatóan továbbra is két számjegyű növekedést mutató exportértékesítések és a nagy volumenű – a gépberuházásokon keresztül magas importigényű – feldolgozóipari beruházások következtében a behozatal is dinamikus növekedést mutathat a következő negyedévekben.

Az energiaár-emelkedés cserearányt rontó hatása a hazai importárakban is egyre markánsabban jelentkezik. Ezt a gépek és szállítóeszközök, valamint az élelmiszerek exportárainak (előbbi esetben döntően összetételhatásból adódó) emelkedése idáig nagyrészt ellensúlyozta, így nemzetgazdasági szinten érdemi cserearányromlás – szemben a legutóbbi 2007–2008-as nyersanyagár-robbanás időszakával –

4-8. ábra  
A cserearány éves változása



egyelőre nem jelentkezett (4-8. ábra). Az exportárakban tapasztalt kedvező elmozdulások ellenére az energiahordozók tartósan magas ára rövid távon a cserearány fokozatos romlását okozhatja.

A továbbra is visszafogott belföldi kereslet következtében – az export átmeneti lassulása és a cserearány várható romlása ellenére – a külkereskedelmi egyenleg rövid távon az elmúlt években megfigyelt jelentős aktívumot mutathat. A következő negyedévekben is a nettó export maradhat a növekedés legfontosabb komponense.

### 4.1.3. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

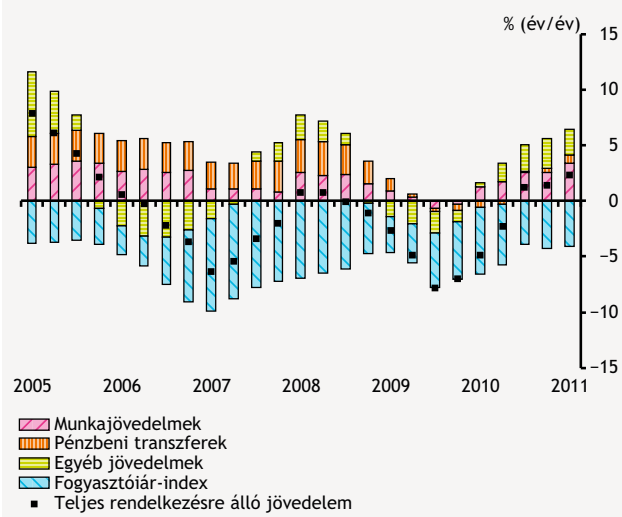
Az év eleji szja-kiengedés mind ez ideig érezhetően nem növelte a lakossági fogyasztást. A háztartások fogyasztási célú költései 2009 vége óta alig mutatnak változást. Az év eleji jelentős – szja-kiengedésből, illetve az elmúlt évi prémiumok kifizetéséből adódó – többletjövedelmek a kiskereskedelmi forgalomban nem hoztak érdemi elmozdulást, az értékesítések az év első hónapjaiban is csökkentek. A szolgáltatások iránti kereslet azonban némi élénkülést mutatott. Az élénkülő kereslet nemcsak a belső piacokon, hanem külföldi relációban is jelentkezett, növelve a hazai háztartások külföldi turisztikai költéseit. Összességében azonban a lakosság fogyasztási célú kiadásai az idei év első negyedévében is enyhén csökkentek.

A várakozásainknál lassabb fogyasztásdinamikához a gyenge munkapiaci helyzet, a vállalkozói jövedelmek visszafogott alakulása, a tovább csökkenő banki hitelaktivitás, a gyorsuló infláció és az év eleje óta ismét erősödő óvatossági megfontolások is hozzájárulhattak.

A munkajövedelmek emelkedése számottevően növelte a háztartások rendelkezésre álló jövedelmeit. Ugyanakkor a szektor egyéb jövedelmei – elsősorban a gyenge belföldi keresletre termelő ágazatokhoz (építőipar, mezőgazdaság, kereskedelem) köthető vállalkozói jövedelmek csökkenése következtében – számításaink szerint az év első hónapjaiban várakozásainknál kedvezőtlenebb képet mutathattak (4-9. ábra).

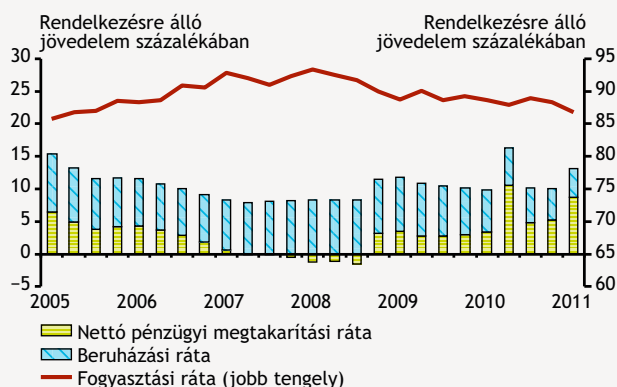
Mintegy két évvel a reálgazdasági fordulatot követően, a foglalkoztatás változatlanul a válság alatt elért mélypontja közelében alakul. A csak lassan javuló foglalkoztatási helyzet, illetve az elmúlt hónapokban ismét erősödő makrogazdasági kockázatok az óvatossági megfontolások újbóli erősödésében jelentkeztek. Az első negyedévben a fogyasztási ráta enyhén csökkent, miközben a pénzügyi megtakarítási hajlandóság a válság előtt elért magas szinthez képest is tovább emelkedett. Ez utóbbi elmozduláshoz az óvatossági megfontolások mellett az év eleji szja-kulcsok – döntően a

4-9. ábra  
A lakossági reáljövedelmek változása



**4-10. ábra**  
**A háztartási jövedelmek felhasználása\***

(2005–2011)



\* MNB-becslés. A mérlegegyenlőség éves átlagban teljesül.

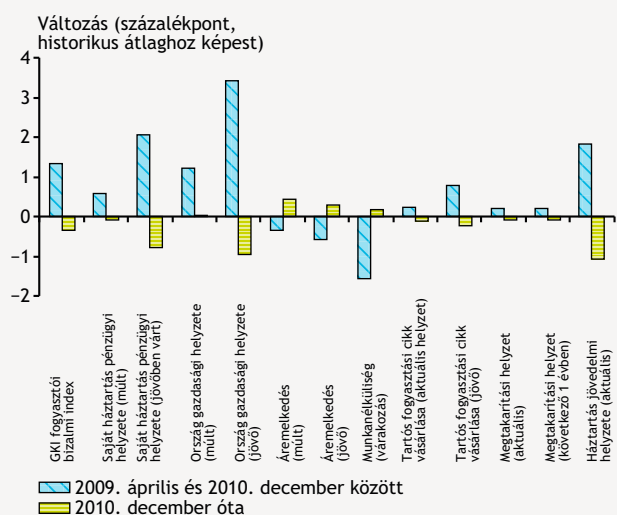
magasabb jövedelmű és alacsonyabb fogyasztási rátával jellemezhető háztartások esetében végrehajtott – csökkenése is hozzájárulhatott (4-10. ábra).

A folyó jövedelmek csökkenésének és az óvatossági megfontolások erősödésének hatása a lakossági bizalmi indikátor év eleji romlásában is megfigyelhető. A jövőre vonatkozó várakozások és a folyó jövedelmi helyzet kedvezőtlenebb megítélése mellett az év elején emelkedő infláció is erodálta a jövedelmek vásárlóértékét, és ezen keresztül szintén a visszafogottabb fogyasztási pálya irányába hatott (4-11. ábra).

A háztartások továbbra is több hitelt törlesztnek, mint amennyit új forrásként felvesznek (4-12. ábra). A háztartási hitel-állomány – árfolyamhatástól szűrt – csökkenését döntően a devizahitelek állományának leépülése okozza. A folyamat mind a lakáscélú, mind pedig a fogyasztási célú termékek esetében megfigyelhető (4-13. ábra). A forintalapú – elsősorban fogyasztási célú – hitelek esetében enyhe növekedés tapasztalható, ám ez összességében továbbra sem elegendő ahhoz, hogy a banki hitelezés érdemben segítse a lakossági fogyasztás élénkülését. A visszafogott hitelezési aktivitásban keresleti és kínálati tényezők is szerepet játszanak. A gyenge munkapiaci helyzet, a bizonytalan makrogazdasági kilátások, a háztartások elhúzódo mérlegalkalmazkodása a háztartások keresletét csökkenti, miközben a pénzügyi szolgáltatók óvatos kockázatvállalási magatartása a kínálatot is alacsony szinten tartja. A lakáscélú hitelezést mindezekon túl hátráltatják az ingatlanpiac gyenge kilátásai is.

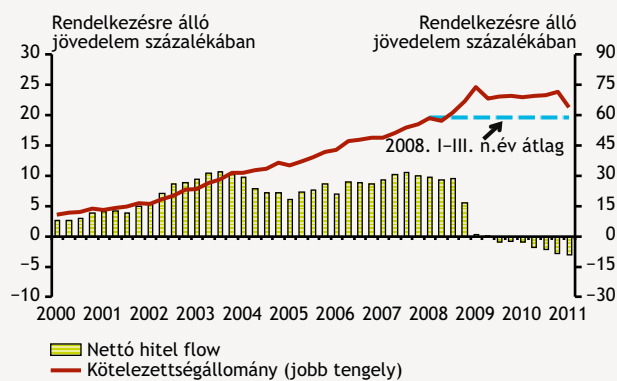
Tekintve, hogy rövid távon nem számítunk a munkapiaci helyzet és a hitelaktivitás számottevő javulására, így a fogyasztást továbbra is visszafogott dinamika jellemezheti. Érzékelhető elmozdulást a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok második félévben várható kifizetése hozhat.

**4-11. ábra**  
**GKI lakossági bizalmi index és komponenseinek változása**



**4-12. ábra**  
**A háztartások kötelezettségállománya és nettó hitelfelvétele**

(2005–2011)



### 4.1.4. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

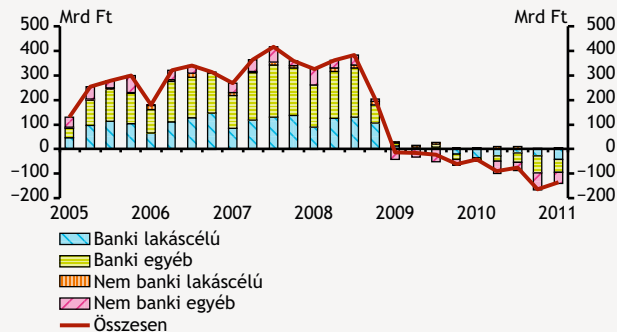
Mintegy kétéves, folyamatos csökkenést követően 2011 első negyedévében ismét növekedtek a magánszféra beruházásai. A beruházási aktivitás javulása döntően a feldolgozóipar néhány vállalatának nagy volumenű beruházásaihoz köthető, ezt leszámítva továbbra is általánosan gyenge beruházásdinamika a jellemző (4-14. ábra).

Aktuálisan a beruházások élénkülése jelentős késéssel követi a reálgazdasági fordulatot. Ezt számos tényező együttes hatása okozza:

- a növekedés egyelőre csak az exportszektorra korlátozódik, ráadásul a kilábalást változatlanul erős kockázatok övezik;

**4-13. ábra**  
A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint

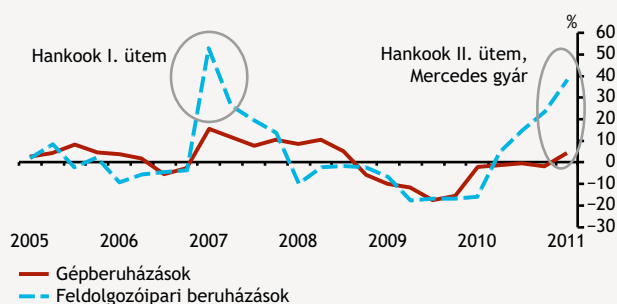
(2005–2011)



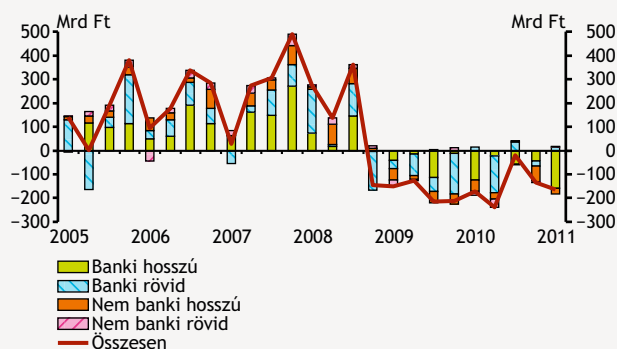
Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfo-lyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.  
Forrás: MNB.

**4-14. ábra**  
Nemzetgazdasági gépberuházások és a feldolgozóipar beruházásai

(2001–2011, év/év)



**4-15. 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 árfo-lyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.  
Forrás: MNB.

- a válság alatt jelentős szabadkapacitások keletkeztek, melyek csak fokozatosan épülnek le;
- a vállalati hitelezés általánosan gyenge;
- az ingatlanpiacon az árak az elmúlt negyedévekben is csökkentek.

A konjunktúraciklus lassú javulása ellenére nem látszik fordulat a válság kitörése óta gyenge vállalati hitelezésben (4-15. ábra). A pénzügyi közvetítőrendszer teljes vállalati hitelállománya 164 milliárd forinttal, közel 2 százalékkal zsugorodott 2011 első negyedévében. Míg a rövid lejáratú hitelezés enyhén növekedett, addig a beruházások szempontjából meghatározó hosszú lejáratú devizahitelek állománya jelentősen csökkent a gyenge beruházási kereslet, illetve a bankok elhúzódo mérlegalkalmazkodásának eredményeként. Bár a nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a hitelezés beindulása általában késve követi a gazdasági élénkülést, Magyarországon összességében magas a kockázata egy ún. hitelezés nélküli gazdasági fellendülésnek (*creditless recovery*).<sup>6</sup>

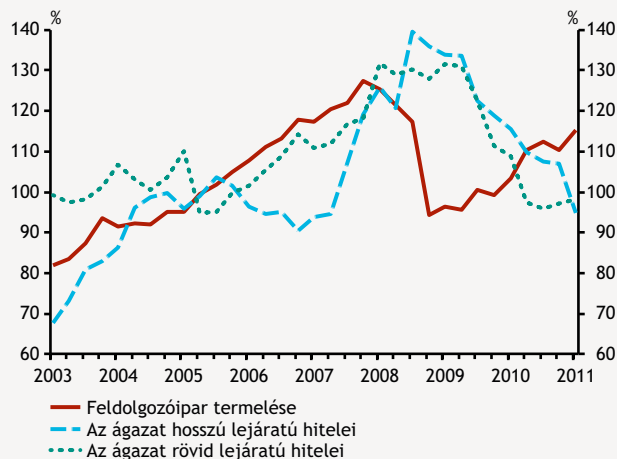
A nemzetgazdasági ágazatok közül stabil növekedést mutató feldolgozóipar – leszámítva a már bejelentett nagy volumenű fejlesztéseket – jól mutatja a jelenlegi fellendülés gyenge beruházási aktivitással jellemezhető jellegzetességeit (4-16. ábra). Míg a nagy részben forgóeszköz-finanszírozásra használt rövid lejáratú hitelek állománya mérsékelten emelkedett 2010 második felére óta, addig a beruházásokhoz köthető hosszú lejáratú hitelek állománya jelentősen csökkent 2011 első negyedévében is. Eltekintve a már bejelentett nagy feldolgozóipari beruházásoktól, hasonló jelenségre a következő negyedévekben is számíthatunk. A gyenge vállalati hitelezés és az elbizonytalanodó keresleti kilátások miatt az ágazat vállalatai új beruházások helyett a kapacitásaik kihasználtságának további emelése mellett dönthetnek.

A belföldre termelő ágazatok esetében a gyenge keresleti kilátások és a változatlanul a historikus átlag alatt alakuló kapacitáskihasználtság is mérsékli a szektor beruházási aktivitását. Összességében a nagy volumenű közvetlentőkebefektetésekből finanszírozott feldolgozóipari beruházások a következő negyedévekben is emelhetik a magánszféra beruházásait, de ezt leszámítva az egyéb ágazatok beruházási aktivitása továbbra is visszafogott lehet.

<sup>6</sup> Lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2011. április.

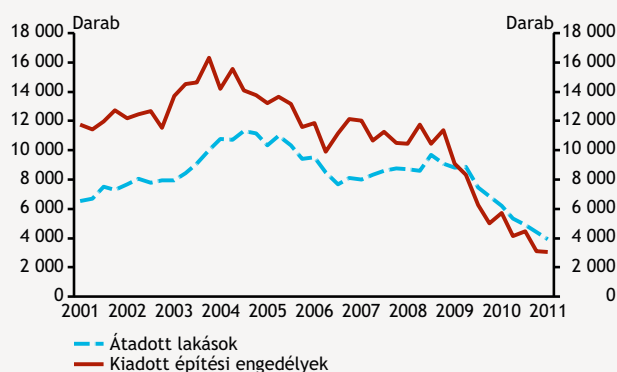
**4-16. ábra**  
A feldolgozóipar termelésének és hitelállományának változása

(2005 = 100 százalék)

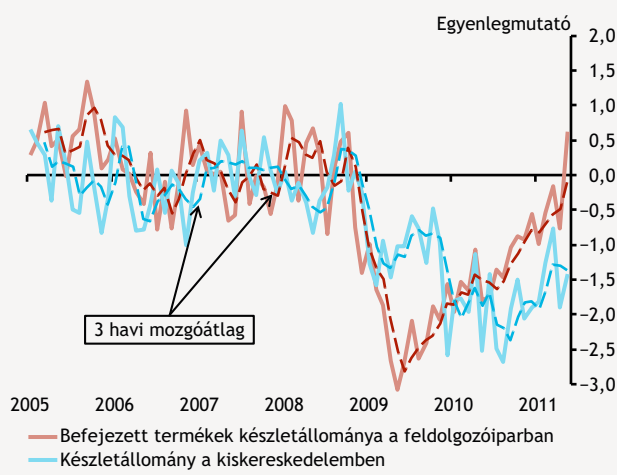


Forrás: KSH, MNB.

**4-17. ábra**  
Újlakás-építés és a kiadott engedélyk száma



**4-18. ábra**  
Vállalati készlet alakulása az ESI-felmérésre adott válaszok szerint



A lakossági beruházásokat jellemző lakáspiaci indikátorok 2011 elején is tovább csökkentek (4-17. ábra). A kiadott építési engedélyk jelentős visszaesése alapján a következő negyedévekben is a csökkenő trend folytatódására számíthatunk. A háztartások jövedelemfelhasználási adatai szerint a lakossági beruházások számottevő visszafogása a lakossági mérlegalkalmazkodás fontos részét képezi a válságot követő években (4-10. ábra).

### 4.1.5. KÉSZLETFELHALMOZÁS

A válság időszakában megfigyelt gyors készletcsökkenést követően az elmúlt negyedévek kilábalási periódusában a vállalatok normalizálták készletszintjüket. A kilábalást övező bizonytalanság és a forgóeszköz-finanszírozás növekvő költségei miatt ezen készletszintek általánosan alacsonyabbak a válság előtti években megfigyeltéknél. A növekedést jellemző kettősség a készletfelhalmozási viselkedésben is tetten érhető. A feldolgozóipari készletek fokozatosan visszatérhetnek a historikus átlagnak megfelelő szintre, miközben a gyenge belső kereslet mellett a kereskedelemben tartott készletek tartósan a válság előtti szint alatt maradhatnak (4-18. ábra). A nemzetgazdasági készletek alakulását rövid távon a magas nyersanyagárak miatti importcsökkenés és így a hazai készletek felhasználása is visszafoghatja. Összességében a következő negyedévekben a készletek növekedési hozzájárulása enyhén pozitív maradhat.

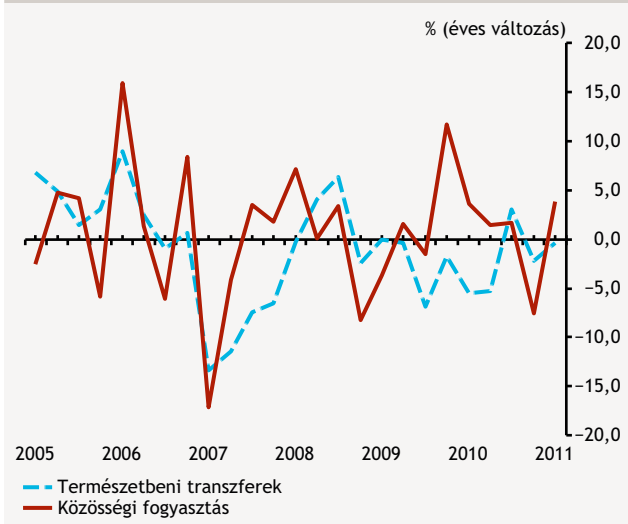
### 4.1.6. KÖZVETLEN ÁLLAMI KERESLET

Összhangban a költségvetési hiánycélok elérését prioritásként kezelő kormányzati politikával, a közvetlen állami kereslet általában csökkent az elmúlt negyedévekben. A közösségi fogyasztást a közszféra dologi kiadásainak csökkenése és az év végén kifutó állami közfoglalkoztatási programok év eleji újraindításai határozták meg. A korábbi évekhez hasonlóan érdemi új beruházásokat döntően az EU-forrásokból finanszírozott projektek jelentenek, miközben számos nagy állami projekt kivitelezése a tervek újrarendelése miatt a következő évekre tolódhat. Az új közfoglalkoztatási programok kiírása rövid távon ismét élénkítheti a kormányzati fogyasztást, de a költségvetési kiadások lefaragására fókuszáló kormányzati intézkedések várhatóan továbbra is szűkítik a közvetlen kormányzati keresletet (4-19. ábra).

4-19. ábra

A kormányzati fogyasztás változása

(2005–2011)

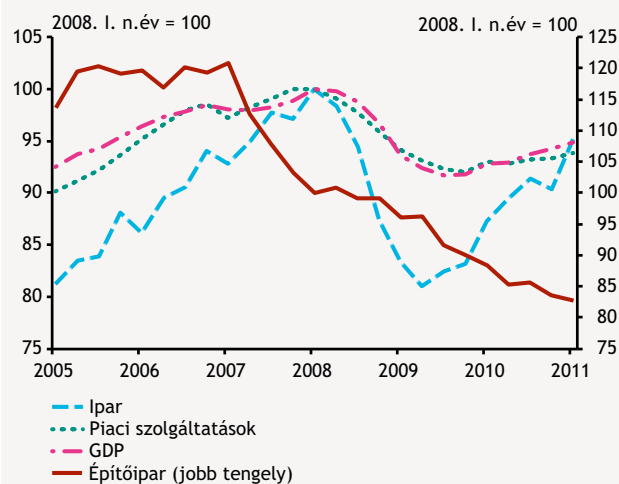


## 4.2. Termelés és potenciális kibocsátás

2011 első felében folytatódott a kibocsátás növekedése, ám a bruttó hazai termék továbbra is jelentősen elmarad a válság előtti csúcspontjától. A kilábalás motorja továbbra is az ipar, amely az erőteljes nemzetközi keresletnek köszönhetően szinte töretlen növekedést mutat 2009 eleje óta. Ezzel szemben a belföldi kereslettől függő szektorok teljesítménye változatlanul gyenge. A termelési tényezők kínálata egyelőre nem mutat számottevő növekedést, így a potenciális növekedési ütem aktuálisan is alacsony lehet.

**4-20. 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.

A nemzetgazdaságban megtermelt hozzáadott érték 2011 elején tovább növekedett. Ennek ellenére szintje továbbra is jelentősen elmarad a válság előtti csúcspontjától.

Az év eleji bővülés elsősorban az iparnak köszönhető, amely az élénk külföldi keresletnek köszönhetően stabil növekedést mutatott. A 2010 végi, átmeneti okokra visszavezethető megtorpanás korrekciója átmenetileg erős lendületet adott a szektornak.

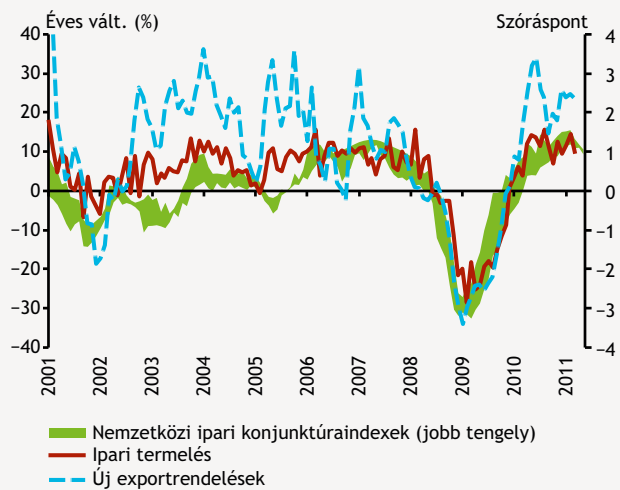
Ezzel szemben a belföldi kereslettől függő ágazatok teljesítménye visszafogottan alakult. Egyedül a szállítás ágazat mutatott érdemi növekedést, az ipari termelés növekvő igényeinek köszönhetően. Az év eleji szja-kiengedés nem hozott fordulatot a kiskereskedelmi értékesítésekben, a szektor eladásai továbbra is stagnálnak (4-20. ábra).

A gyenge lakáspiaci konjunktúrával összhangban az év első hónapjaiban folytatódott az építőipari termelés visszaesése, így az ágazat hozzáadott értéke négy éve szinte megszakítás nélkül csökken.

A mezőgazdaság idei teljesítményét egyelőre bizonytalanul lehet megítélni. A kedvezőtlen időjárás 2010-ben jelentősen visszavetette az ágazat kibocsátását, ami 0,4 százalékponttal csökkentette a bruttó hazai terméket. Az őszi vetési időszakban is jellemző belvizek miatt a termőterület egyes növényfajták esetében (főleg őszi búza) 2011-ben csökkenhetett, ám az első félév időjárása alapján a termésátlagok lényegesen javulhatnak tavalyhoz képest. Összességében a szektor kibocsátása az alacsony tavalyi bázisról érdemben növekedhet.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> A szokásos statisztikai gyakorlat szerint az év eleji nemzetiszámla-adatok csupán becslést tartalmaznak az éves mezőgazdasági teljesítményről, amely az aktuális terméseredmények ismeretében jelentősen korrigálódhat.

**4-21. 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 időszora háromhavi mozgóátlag.

Az ipari termelés 2011 második negyedében az előző negyedévinél számottevően gyengébb dinamikát mutathat (4-21. ábra). A nemzetközi bizalmi indexek kissé mérséklődtek, ami a világgazdasági konjunktúra enyhülésére utalhat. A romló üzleti hangulat összefügghet a japán természeti katasztrófával is, amely rövid távon visszaveti a japán gazdaság teljesítményét. További problémát jelenthet, hogy az egyes japán vállalatok által gyártott, kiemelkedő minőségű alkatrészekből világszerte hiány léphet fel. Sajtóhírek alapján Európa-szerte (és Magyarországon is) több autóiipari üzem visszafogta termelését a második negyedévben, hogy megelőzze az alkatrészhiányt.

Az ipari termelés lassabb bővülését vetíti előre az is, hogy 2011 elején egyedi hatások – a 2010. decemberi szabadságolások után ismételt felfutó termelés – átmenetileg segítették a szektor növekedését.

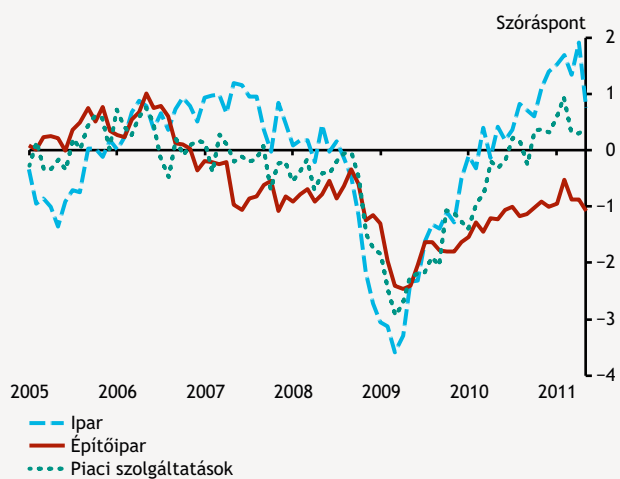
Az ipar belföldi értékesítései 2011 elején tovább estek, ami arra utal, hogy az ágazaton belül továbbra is jelentősen eltérhet az exportorientált és a belföldi keresletre termelő vállalkozások helyzete.

A szolgáltatóágazatok üzleti feltételei 2011 második negyedében nem javultak tovább (4-22. ábra). A bizalmi indikátorok arra utalnak, hogy a kereslet alakulása 2011 elején elmaradhatott a szolgáltatóvállalatok korábbi várakozásaitól. A személyijövedelemadó-rendszer átalakítása ellenére nem bővült érdemben a lakossági fogyasztás 2011 első felében. Ezzel párhuzamosan a hitelezési aktivitás visszafogott, és folytatódik az ingatlanpiaci visszaesés. Mindezek együttesen korlátozzák a szolgáltatószektor rövid távú kibontakozását.

Az építőipari kilátások kedvezőtlenek. 2011 első negyedében tovább zsugorodott a szektor szerződésállománya. A lakáspiac továbbra is pang, az állami beruházások pedig a viszonylag magas tavalyi bázishoz képest csökkenhetnek 2011-ben. Csúpn az EU-forrásokból finanszírozott fejlesztések és egyes ipari beruházások mérsékelhetik az építőipar visszaesését.

A főbb ágazatok folyamatai alapján valószínűsíthető, hogy a bruttó hazai termék növekedése 2011 második negyedében fékezhető. Az ipari termelés növekedése az átme-

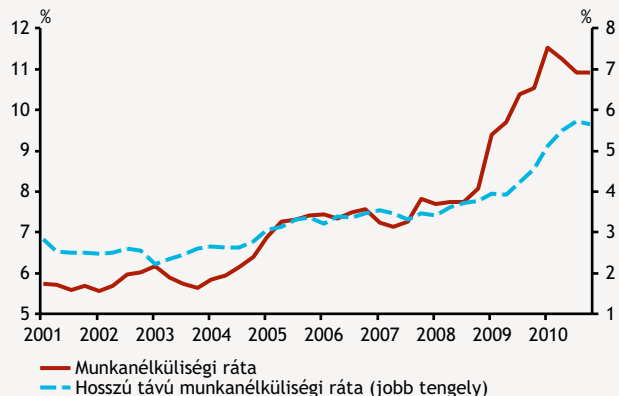
**4-22. ábra**  
**A versenyszféra ágazatainak ESI-bizalmi indexei\***  
 (2005–2011)



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

4-23. ábra

A hosszú távú munkanélküliség alakulása



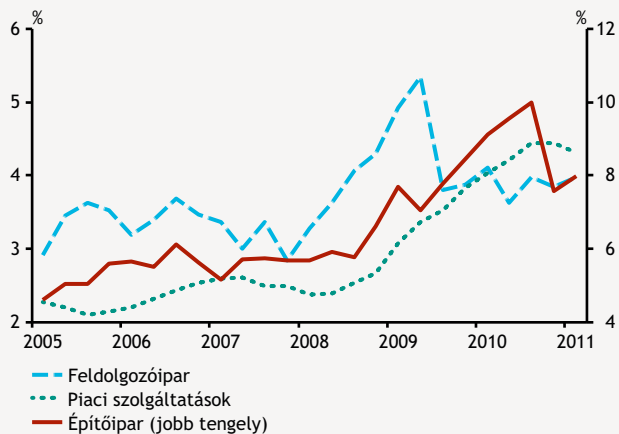
neti hatások kifutásával lassulhatott, míg a gyengébb bel-földi kereslet miatt a szolgáltatászektorok csak szerény bővülést mutathattak.

A 2008 ősztől kirobbant globális pénzügyi válság a folyó termelés mellett a termelési potenciált is jelentősen visszavetette. A potenciális kibocsátás jelenleg is csak szerény mértékben bővíthet, mivel a termelési tényezők kínálata továbbra is gyenge. A vállalati tőkefelhalmozás csak fokozatosan kezd élénkülni, és néhány nagyberuházás kivételével inkább folytatódó visszaesés jellemző. A tartós munkanélküliek száma változatlanul magas, ami az állás nélkül maradók képességeinek és elhelyezkedési esélyeinek romlásához vezet (4-23. ábra). Végül a vállalati csődráták változatlanul lényegesen meghaladják a válság előtti átlagot, bár az elmúlt negyedévekben a stabilizáció jelei mutatkoznak. A vállalati csődök a tőkeállomány leépüléséhez vezethetnek, és rövid távon fékezhetik a termelékenység növekedését (4-24. ábra).

4-24. ábra

Vállalati csődráták alakulása\*

(2005–2011)

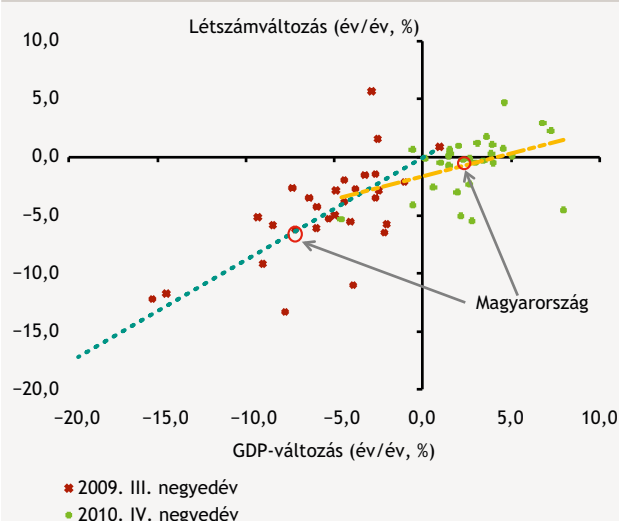


\* Az adott negyedévben csődben lévő vállalkozások a négy negyedévvél korábban működő vállalkozások arányában.

## 4.3. Foglalkoztatás és munkapiac

A foglalkoztatás bővülése csak késéssel és lassú ütemben követi a konjunktúra növekedését. Ezzel összhangban a versenyszférában foglalkoztatottak létszáma a 2009-es mélypontot követően csak enyhe bővülést mutatott. Az állami foglalkoztatás alakulását a korábbi közfoglalkoztatási program kifutása, illetve az új programok beindítása mozgatja. Az aktivitás bővülésével párhuzamosan a munkanélküliség változatlanul historikusan magasnak alakul, míg a munkakereslet számottevő élénkülésére utaló jeleket továbbra sem tapasztalhatunk. A munkapiaci környezet változatlanul rendkívül laza.

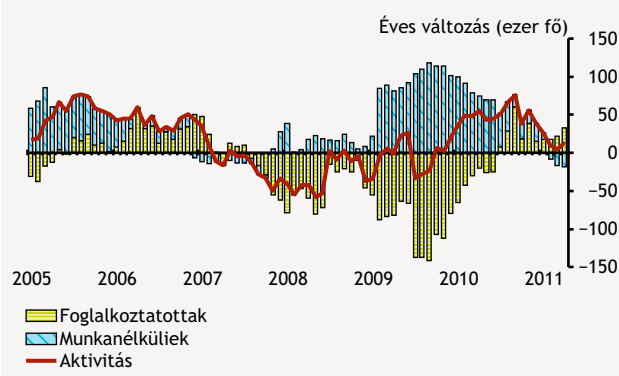
**4-25. ábra**  
A GDP és a foglalkoztatás változásának kapcsolata Európa országaiban



A korábbi válságok tapasztalatai alapján általánosan megfigyelhető jelenség, hogy egy recessziót követően a foglalkoztatás a konjunktúra folyamataihoz képest csak késve és lassan áll helyre. A munkapiaci helyzet normalizálódása különösen lassú pénzügyi válságokat követően. Ez a jelenség az elmúlt negyedévek adatai alapján az aktuális válság esetében az európai gazdaságok többségében megfigyelhető (4-25. ábra). Míg 2010-ben a legtöbb gazdaságban már a GDP növekedését mérték, a foglalkoztatás átlagosan stagnálást mutatott. A magyar gazdaságban az elmúlt időszakban megfigyelt konjunkturális és munkapiaci folyamatok illeszkednek ehhez a nemzetközi tendenciához.

A hazai foglalkoztatás alakulása 2011 első negyedévében elmaradt korábbi várakozásainktól. Ennek háttérében a közfoglalkoztatási programok év eleji késése állhat, aminek következtében az államháztartásban foglalkoztatottak száma számottevően csökkent. Ezzel egy időben a versenyszféra foglalkoztatása enyhe növekedést mutatott, ami – összhangban a kedvező ipari konjunktúrával – döntően a feldolgozóiparhoz volt köthető.

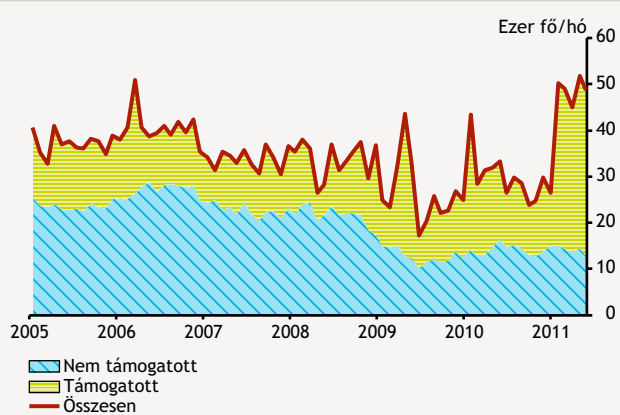
**4-26. ábra**  
Az aktivitás éves változásának megoszlása  
(2005–2011)



A korábbi években érvénybe lépett munkapiaci részvételt ösztönző intézkedések (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantnyugdíj szigorítása) hatására a hazai aktivitás az elmúlt másfél évben folyamatosan emelkedett (4-26. ábra). Ez a bővülés 2011 első hónapjaiban megtorpanni látszott. Ennek háttérében az idei évre előirányzott közmunkaprogramok késése miatti statisztikai mérési probléma állhat. A korábbi intézkedések aktivitást bővítő hatásai továbbra is érvényesülhetnek, amit tovább erősítenek a kormányzat elmúlt negyedévben bejelentett munkapiaci aktivitást növelő intézkedései.

A munkakinálat növekedése mellett a munkakereslet csak lassan változik és a növekedésben is megfigyelt kettősséget

**4-27. ábra**  
**Kiírt új álláshelyek számának alakulása**  
 (2005–2011)



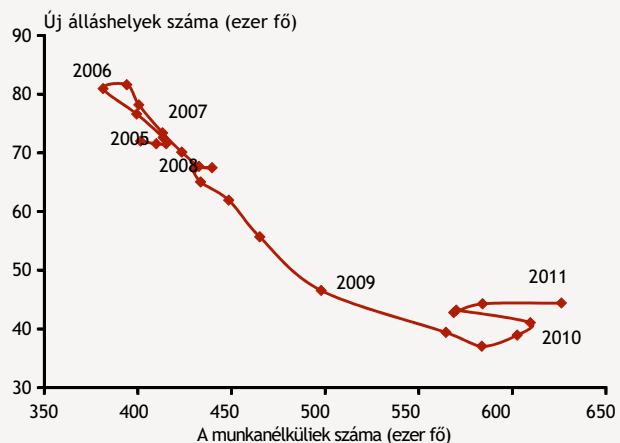
Forrás: NFSZ.

mutatja. Míg az ipari vállalatok foglalkoztatási várakozásai 2011 első negyedévében historikusan is magasra emelkedtek, addig a szolgáltatóágazatra vonatkozó hasonló indikátor a korábbi évek átlagos értéke körül alakult. Ez alapján rövid távon a munkakereslet érdemi élénkülésére többnyire csak a feldolgozóiparban számíthatunk.

A nemzeti foglalkoztatási szolgálat adatai alapján ugyanakkor a munkakereslet helyreállása lassú folyamat. A bejelentett új álláshelyek számának a válság mélypontja óta megfigyelhető növekedését szinte kizárólag csak a támogatott pozíciók kiírása adta (4-27. ábra).

Az aktív munkakeresők számának emelkedése, valamint a csak lassan helyreálló munkaerő-kereslet eredményeképpen a munkanélküliség változatlanul historikusan magas szinteken alakult. Ezzel összhangban az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma továbbra is magas. A munkapiaci feltételek változatlanul lazák, a Beveridge-görbe jobbra tolódott (4-28. ábra).

**4-28. ábra**  
**A Beveridge-görbe alakulása\***  
 (2005–2011)



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

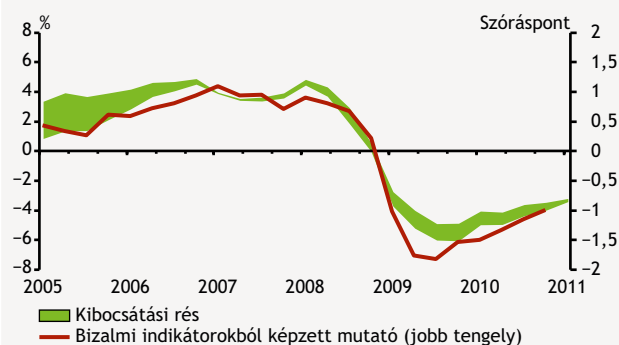
## 4.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Aktuális becslésünk szerint a hazai kibocsátás több mint három százalékkal maradhat el potenciális szintjétől. A gazdaság ciklikus pozíciójának javulása döntő részben az exportszektor vártnál is kedvezőbb teljesítményéhez köthető. Külső piacaink és így a hazai export ciklikus pozíciója 2011 elején már elérhette az átlagos értéket. A belső kereslet legfontosabb komponensei ugyanakkor változatlanul mélyen elmaradhatnak trendértékeiktől, ami továbbra is erős árleszorító hatást jelenthet. A külső keresletre termelő ipari vállalatok kapacitáskihasználtsága már meghaladhatja a historikusan jellemző értéket, miközben a belföldre termelő és szolgáltatóágazatok változatlanul jelentős szabad kapacitásokkal rendelkezhetnek.

4-29. ábra

### A kibocsátási rés alakulása\*

(2005–2011)



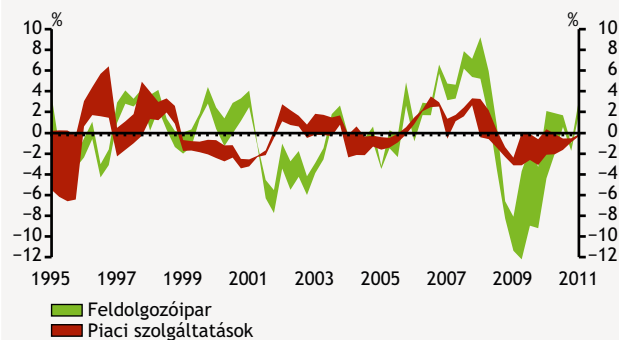
\* A kibocsátási rés sávja több módszerrel készített becslésből adódik. A bizalmi indikátorokból képzett mutató több, a vállalati kapacitáskihasználtságot tükröző idősor információtartalmát összegzi főkomponens-elemzés segítségével.

Az elmúlt negyedévben tovább folytatódott a magyar gazdaság ciklikus pozíciójának lassú javulása (4-29. ábra). A reálgazdasági kibocsátás aktuális becsléseink szerint is több mint 3 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől. A kibocsátási rés záródása a kedvező külső keresleti környezetnek és ezen keresztül a vártnál is erősebb exportteljesítménynek köszönhető. A külső kereslet és ezzel párhuzamosan az export megközelítőleg a potenciális szintjének megfelelően alakulhatott az idei év elején. A globális kibocsátási rés záródására utal, hogy a gazdasági kibocsátás növekedésével párhuzamosan az emelkedő nyersanyagárak következtében a globális infláció is folyamatos emelkedést mutatott az elmúlt időszakban.

4-30. ábra

### Kapacitáskihasználtság a versenyszféra ágazataiban\*

(1995–2011)



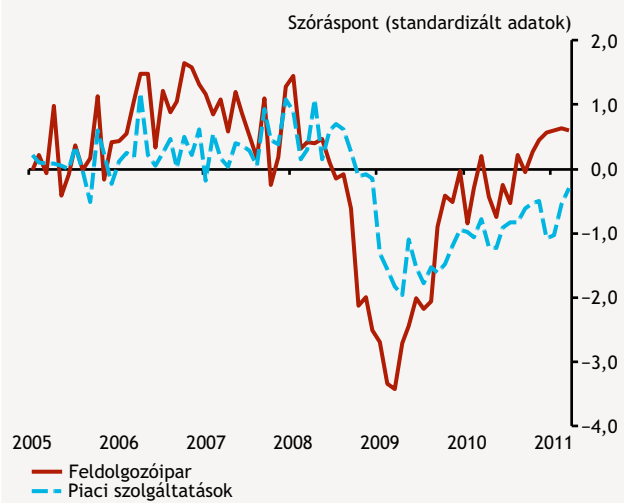
\* Trendtől vett százalékos eltérések. A sávok több módszerrel készített kapacitáskihasználtsági indikátorból adódnak.

A gyenge belső keresletnek köszönhetően a belső felhasználási tételek ciklikus pozíciója alig javult, és változatlanul rendkívül negatív volt 2011 elején. A márciusi inflációs jelentés bemutatása óta beérkezett maginflációs adatok a vártnál gyorsabb áremelkedést mutattak. Ennek háttérében döntően a vártnál erősebb költségsokkok álltak, míg a negatív fogyasztási rés és az ebből adódó árleszorító hatás a korábbi becsléseinkkel közel megegyező mértékű lehetett.

A beruházások esetén is megfigyelhető a gazdaság egészére jellemző heterogenitás. Míg a vállalati beruházások ciklikus helyzete – az exportszektorhoz köthetően – már trendhez közeli lehet, a változatlanul gyenge ingatlanpiaci adatok arra utalnak, hogy a lakossági beruházások továbbra is messze elmaradnak potenciális szintjüktől.

A kibocsátási résről alkotott képünket az ágazatok kapacitáskihasználtságát mérő indikátorok is alátámasztják. Míg a feldolgozóipari erőforrások 2011 elején már a historikus átlag feletti kihasználtsággal járultak hozzá a termeléshez,

**4-31. ábra**  
**Egy főre eső havi túlórák száma a versenyszférában\***  
 (2005–2011)



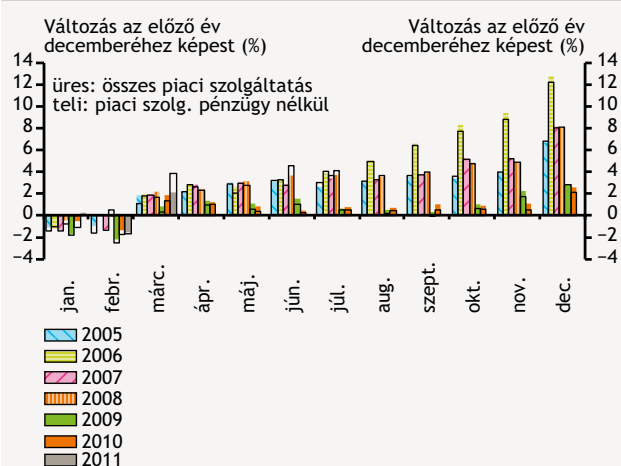
\* Szezonálisan igazított standardizált adatok háromhavi mozgóátlaga.

a jellemzően belső piacon értékesítő szolgáltatóágazatok kapacitásai a historikus szinteknél alacsonyabb kihasználtságot mutattak (4-30. ábra). Hasonló jelenségre utalnak a két ágazat munkaerő-állományának intenzitását mérő túlóradatak is. Míg a feldolgozóipari túlórák a válság első negyedéveiben nagyobb visszaesést mutattak, 2011 első hónapjaiban már tartósan a korábban megfigyelt átlagos szintek felett alakultak. Eközben a piaci szolgáltatóágazatokban teljesített túlórák száma a válság kezdete óta tartósan és jelentősen elmarad a válságot megelőző szintektől (4-31. ábra).

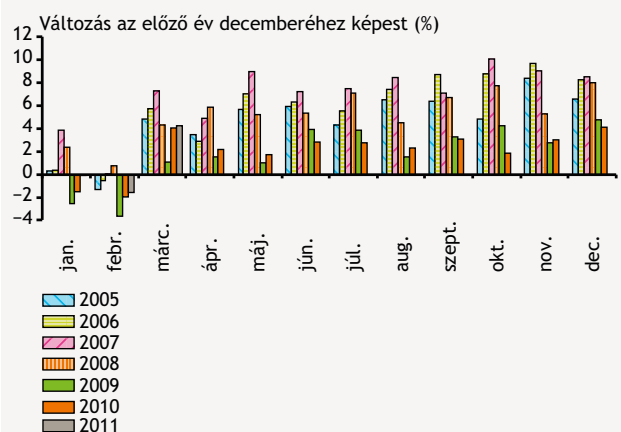
## 4.5. Költségek és infláció

Az év elejétől az infláció és ezzel párhuzamosan a maginfláció fokozatos emelkedését tapasztalhatjuk. A növekedés mögött elsősorban a magas alapanyagárak inflációemelő hatása húzódik meg, miközben a belföldi inflációs nyomás továbbra is alacsony. Erre utal, hogy a maginfláció emelkedése főként a növekvő feldolgozottélelmiszer-árakhoz köthető, míg a maginfláció egyéb, keresletre érzékeny tételei visszafogott áremelkedést mutattak. Utóbbihoz a bérek oldaláról jelentkező alacsony inflációs nyomás is hozzájárul. Néhány egyedi hatástól eltekintve a versenyszektorban a laza munkapiaci feltételek erős bérleszorító hatással bírnak, ami a versenyszektor rendszeres béreiben továbbra is visszafogott bérdinamikát okozott.

**4-32. ábra**  
Piaci szolgáltatások rendszeres béreinek növekedése  
(2005–2011)



**4-33. ábra**  
A feldolgozóipari rendszeres bérek változása  
(2005–2011)



### 4.5.1. BÉREK

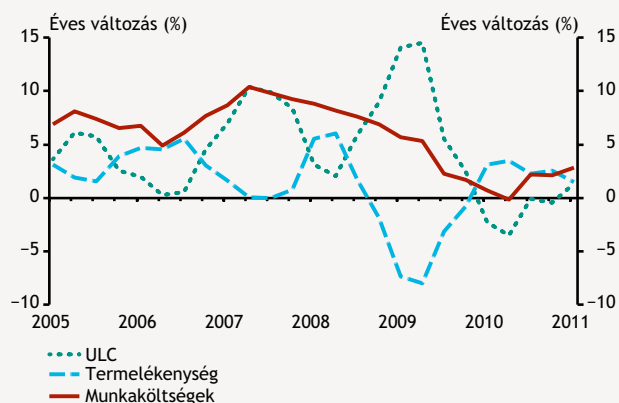
Gyorsult a versenyszféra bérnövekedése az idei év első negyedében. A bérdinamika lefutását a tavalyi prémiumok idén év eleji kifizetése számottevően torzította, ám ezt kiszűrve is a bérdinamika enyhe gyorsulását figyelhetjük meg. A rendszeres bérdinamika esetében az erősödő bérdinamika döntően a pénzügyi szolgáltatókhoz köthető, ezt leszámítva az egyéb szolgáltatóágazatokban változatlanul alacsony bérnövekedés jellemző (4-32. ábra). A pénzügyi szolgáltatók jövedelmezősége megítélésünk szerint nem támasztja alá a több mint 20 százalékos béremeléseket, így a rendszeres bérek emelkedése mögött feltételezéseink szerint a prémiumok és a rendszeres bérelemek közötti átcsoportosítások állhatnak. A feldolgozóiparban foglalkoztatottak bérei változatlanul a 4-5 százalékos sávban alakulnak, ami számottevően alacsonyabb a válság előtti években megfigyelt értékeknél (4-33. ábra).

Az emelkedő munkaköltségek és a stagnáló termelékenység-növekedés mellett 2011 első negyedében a fajlagos munkaerőköltségek enyhén növekedtek. A munkaegység-költségek növekedése azonban mélyen elmarad a historikus átlagtól, így a munkapiac felől érdemi költségoldali nyomás továbbra sem érzékelhető (4-34. ábra). Bár a bérek első negyedéves növekedése – kiszűrve a pénzügyi szolgáltatók miatt jelentkező torzító hatást – várakozásainknál némileg erősebb volt, a reálbérek emelkedése változatlanul elmarad a termelékenység bővülésétől.

A közzféra alkalmazottainak bérei rendkívül visszafogottan alakulnak. A bruttó átlagkeresetek az elmúlt évi keresetkiegészítések bázisátása miatt csökkennek, míg a rendszeres bérek emelkedését csak a közfoglalkoztatási programok

4-34. ábra

A munkaköltség-, termelékenység- és ULC- (munkaegység-költség-) alakulás a versenyszférában



év végi kifizésének köszönhető statisztikai összetételhatások (az átlagosnál alacsonyabb átlagbérű foglalkoztatottak kerültek ki a megfigyelésből) okozták.

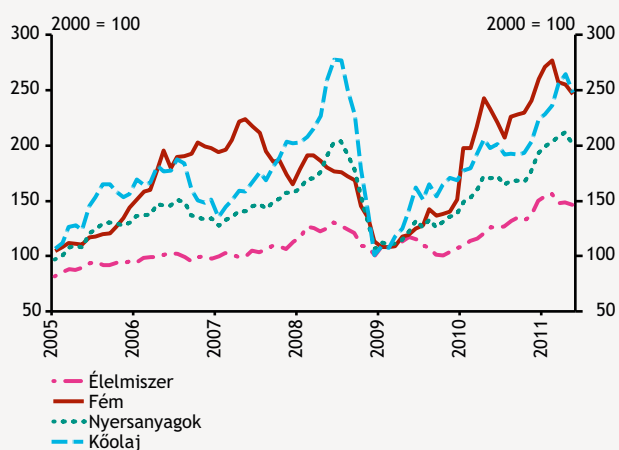
Összességében a laza munkapiaci feltételek továbbra is erős bérleszorító hatással bírnak, a munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomás alacsonynak tekinthető.

### 4.5.2. IMPORTÁRAK

A javuló globális konjunktúrával párhuzamosan 2009 elejétől erősödő árnyomás jelentkezett az importárak felől, mely a nyersanyagok széles körében megfigyelhető volt (4-35. ábra).

4-35. ábra

Világpiaci nyersanyagárak alakulása euróban



Forrás: IMF.

Az élelmiszerek esetében az áremelkedést a keresleti környezet élénkülése mellett a kedvezőtlen időjárási feltételekkel összefüggő kínálati problémák is fokozták. Összességében az élelmiszerek oldaláról jelentkező költségsokk már meghaladja a 2007–2008-ban tapasztalt nyersanyagár-növekedés mértékét. Az olaj esetében az árak emelkedéséhez geopolitikai tényezők is hozzájárulhattak. A márciusi inflációs jelentés óta a nyersanyagok felől tovább erősödő inflációs nyomás érzékelhető.

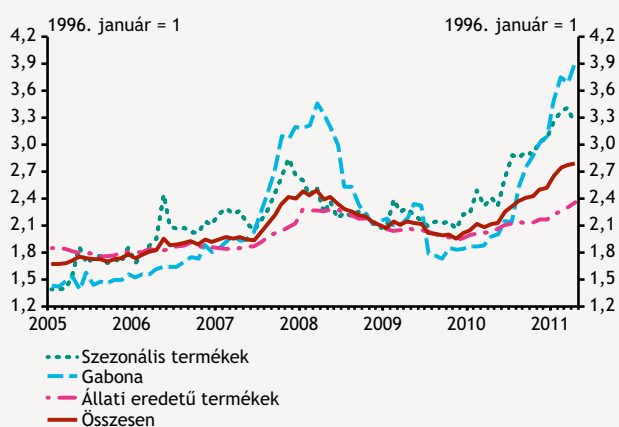
A feldolgozott importtermékek árában a nyersanyagok hatása csak kisebb mértékben jelentkezett. Az euroövezet inflációjának emelkedése főként a növekvő nyersanyagárak felől jelentkező árnyomással magyarázható, míg a maginfláció változatlanul alacsony szinten alakul.

### 4.5.3. TERMELŐI ÁRAK

4-36. ábra

A mezőgazdasági termelői árak

(1996. januárhoz viszonyított árszint)



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

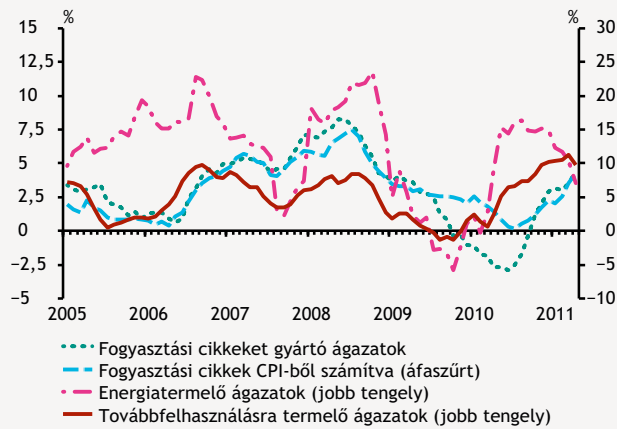
Hazánkban az elmúlt hónapokban a mezőgazdasági termelői árak folyamatosan növekedtek. A 2010-es év kedvezőtlen időjárása következtében a mezőgazdasági terméseredmények az elmúlt néhány év átlaga alatt alakultak, így az ebből fakadó kínálati problémák erős árfelhajtó hatásúak voltak. Az emelkedés főként a gabona, a gyümölcsök és zöldségek körében jelentkezett, míg az állati eredetű termékekénél csak mérsékelt áremelkedés volt megfigyelhető (4-36. ábra).

A magas alapanyagárak hatása az ipari termelési lánc egyre szélesebb spektrumaiban érzékelhető. 2010 második felétől a továbbfelhasználásra és fogyasztásra termelő vállalatok termelői árai is jelentősen emelkedtek (4-37. ábra).

### 4.5.4. FOGYASZTÓI ÁRAK

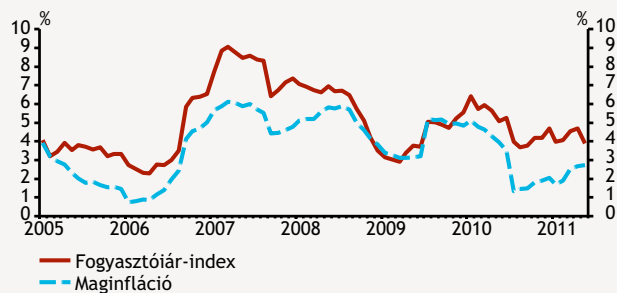
A növekvő költségek a fogyasztói árakban is éreztették hatásukat. Az év elejétől kezdődően az infláció ismét emelkedésnek indult (4-38. ábra). Az európai folyamatokhoz hasonlóan a hazai inflációt is többnyire a nyersanyagok felől tapasztal-

**4-37. ábra**  
Ipari termelői árak és a fogyasztói árak  
(éves változás)

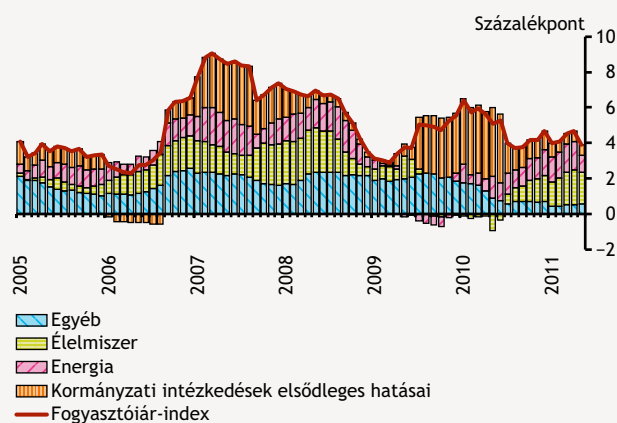


Megjegyzés: a fogyasztói árak csak az iparban előállított termékekre vonatkoznak.

**4-38. ábra**  
A fogyasztóiár-index és a maginfláció  
(éves változás)



**4-39. ábra**  
A fogyasztóiár-index dekompozíciója



ható árnyomás tartotta magasan, ám az erős költségsokkok hatása a maginfláció gyorsulásában is jelentkezett. A maginfláció gyorsulását szinte teljes mértékben a feldolgozott-élelmiszer-árak nagyarányú emelkedése okozza, ezenkívül továbbra is historikusan alacsony árváltozásokat figyelhetünk meg. Májusban az infláció jelentősen csökkent az előző hónapoz képest, melyhez bázishatás mellett a feldolgozatlan-élelmiszer-árak – részben statisztikai hatások következtében<sup>8</sup> – alacsony dinamikája is hozzájárult (4-39. ábra).

A gyenge belső kereslettel összhangban a piaci szolgáltatások inflációja visszafogott maradt. Bár márciusban és áprilisban a tavalyi évet némileg meghaladó áremelkedések voltak jellemzőek, az éves áremeléseken belül nagy jelentőséggel bíró év eleji alacsony árváltoztatásoknak köszönhetően a piaci szolgáltatások árindexe változatlanul 2-2,5 százalék között alakult.

Az iparcikkek árai mérsékelt változást mutattak az elmúlt hónapokban. A termékkört az év elejétől erős heterogenitás jellemezte. A tartós iparcikkek árai csökkentek, míg a nem tartós cikkek esetében áremelkedés volt megfigyelhető. Utóbbihoz áprilisban statisztikai hatások is hozzájárultak.<sup>9</sup>

A magas nyersanyagárak begyűrűztek a feldolgozott élelmiszerek áraiba, ami az év elejétől gyorsuló inflációt okozott a termékkörben. Az árak emelkedéséhez februárban és márciusban egyedi tényezők, mint pl. a cukor árának kiugróan magas emelkedése, is hozzájárultak. Ennek enyhítésére hazai és EU-s szinten is történtek gazdaságpolitikai intervenciók, ami a következő hónapokban korrekciót jelenthet a termék árában. Bár összességében a jelenlegi nyersanyagár-sokk mértéke meghaladja a 2007-2008-ban tapasztaltat, annak árfelhajtó hatása a fogyasztói feldolgozottélelmiszer-árakban a gyenge kereslet miatt egyelőre lassabban és kisebb mértékben jelentkezett (4-40. ábra).

A maginflációs körbe tartozó dohánytermékek áraiban a dohánypiacon kialakuló árverseny következtében további csökkenést figyelhetünk meg. Az éles verseny miatt a januárban megemelt jövedéki adó áremelő hatása sem látszik az adatokban.

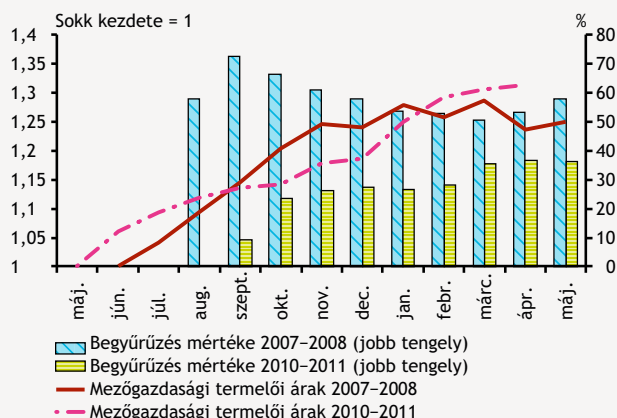
A maginfláción kívüli tételek esetében a magasabb olajárak szinte azonnal emelkedő üzemanyagárakat okoztak, míg a szabályozott körbe tartozó lakossági gáz- és távhőárak esetén az év eleji áremelkedések elmaradtak a múltban hason-

<sup>8</sup> Év elejétől megváltozott a szezonális termékek indexszámításának módszertana. Az eddigi gyakorlat változó súlyokat használt, az egyes termékcsoporton belül változott éven belül az egyes hónapok között az egyes termékek súlya. Az idei évtől kezdődően azonban fix súlyok alapján történik a számítás, a súlyok nem változnak az adott éven belül az egyes csoportokban. Ez a változás főként a szezonális gyümölcs és zöldség csoportokban jelentkezett.

<sup>9</sup> Ennek oka, hogy az idei évtől kezdődően megváltozott a szezonális termékek árainak szezonon kívüli továbbvezetése, ami főként a ruházati termékeket érintette. Ez azonban egyedi hatásnak tekinthető, és ebből adódóan a következő, nyári hónapokban nem várható további inflációs hatás.

4-40. ábra

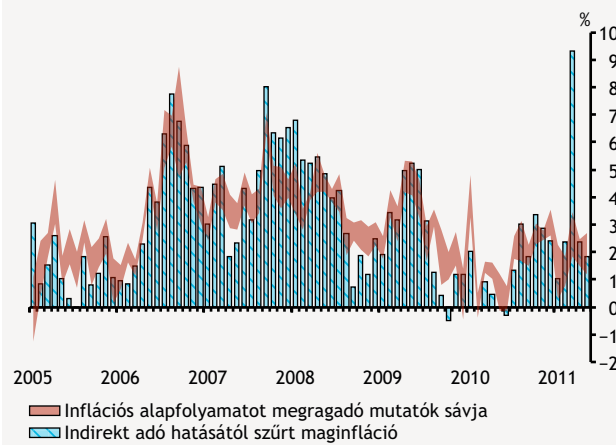
A mezőgazdasági termelők árak begyűrűzése a feldolgozott élelmiszerek fogyasztói árába\*



\* A begyűrűzés mértéke a feldolgozott élelmiszerek árszintjének változását mutatja az előző 6 hónap kumulált mezőgazdasági termelők ár szintjéhez képest.

4-41. ábra

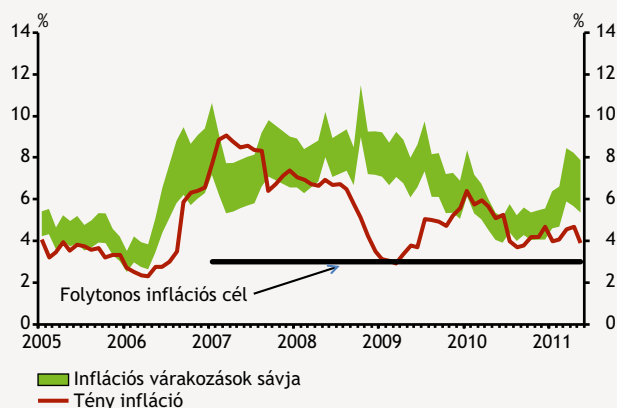
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja



ló költségnövekedés mellett megfigyelt mértékektől. A mezőgazdasági árakkal párhuzamosan a feldolgozatlan élelmiszerek is folyamatos emelkedést mutattak.

4-42. ábra

Lakossági inflációs várakozások



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

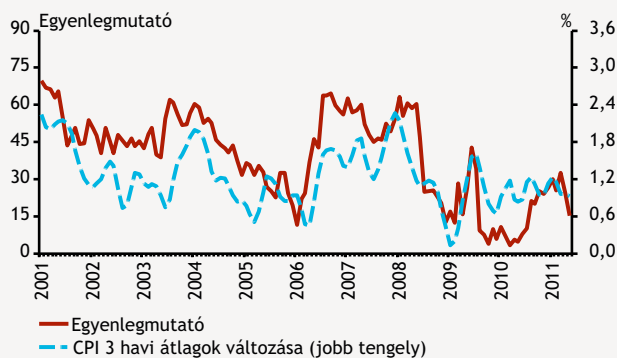
Összességében az elmúlt hónapok inflációs folyamatait a költségek felől jelentkező sokkok határozták meg, miközben a belföldi keresleti nyomás változatlanul alacsonynak tekinthető. Ez utóbbit erősíti meg, hogy az inflációs folyamatot megragadó mutatóink az elmúlt év közepe óta jellemző, visszafogott tartományban maradtak (4-41. ábra). Az éves árindex a következő hónapokban fokozatosan csökkenhet. Ennek okai döntően az élelmiszerek esetében jelentkező bázishatások, illetve a gáz- és távhőárak ártámogatási rendszerének nyár végéig történő meghosszabbítása lehetnek.

### 4.5.5. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A lakossági inflációs várakozások a válság kezdete óta egészen 2010 közepéig folyamatosan csökkentek. Ez a csökkenő tendencia megtört, és 2010 végétől a várakozást mérő mutatók ismét emelkedésnek indultak. A lakossági várakozások érzékenyen reagálnak az élelmiszer- és energiaárak növekedésére, így a megfigyelt emelkedést is döntően az inflációt növelő költségsokkok okozhatják (4-42. ábra).

4-43. ábra

A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tény infláció



\* Az egyenlegmutató az áremelkedésre számított aránya és az árcsökkenésre számított arányának a különbsége.  
Forrás: GKI.

A végső fogyasztói árak szempontjából meghatározó szerepe lehet a kereskedelmi szektor áremelési várakozásainak is, melyek információt hordozhatnak az ágazat áremelési lehetőségeiről. A kiskereskedők év eleje óta – összhangban az emelkedő költségekkel – folyamatosan növelték áremelési várakozásaikat, amelyek az utóbbi két hónapban azonban némileg korrigálódtak. Ezt részben magyarázhatja a költségek növekedését okozó hatások fokozatos lecsengése, másrészt azonban a visszafogottabb áremelési várakozások mögött a vártnál gyengébb kiskereskedelmi adatok további árleszorító hatása is állhat (4-43. ábra).

# 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

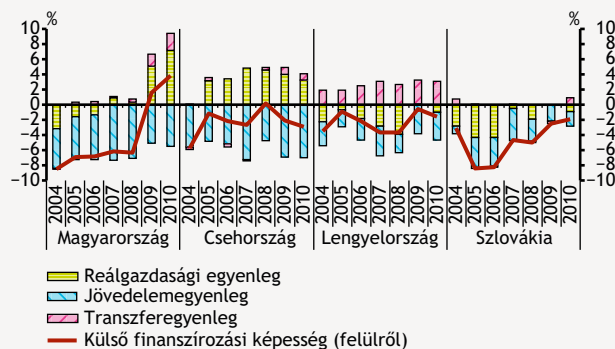
## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A növekedést jellemző erős kettősség külső egyensúlyi pozíciókban is számottevő javulást eredményezett. A belföldi szereplők viselkedésében a válság alatt bekövetkező jelentős alkalmazkodás régiós összehasonlításban a legkedvezőbb külgazdasági egyenleget eredményezte. A nettó finanszírozási képesség kialakulásában a reálgazdasági egyenleg javulása, illetve a finanszírozási pozíciók tekintetében a magánszektor megtakarításainak emelkedése játszott meghatározó szerepet. Mivel a növekedést jellemző kettősség várhatóan csak lassan oldódik, így a gazdaság finanszírozási képessége a következő negyedévekben is fennmaradhat.

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség és komponenseinek alakulása nemzetközi összehasonlításban

(GDP-arányos értékek)



Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok.

Az áruk és szolgáltatások egyenlege GDP-arányosan több mint 7 százalékos többletet mutatott 2010-ben, amely a transzferegyenleg 2 százalékos meghaladó többletével bőven ellensúlyozta a jövedelemegyenleg 5,5 százalékos körüli hiányát (5-1. ábra). Ezen tényezők eredőjeképpen az ország külső finanszírozási képessége 2010-ben megközelítette a GDP 4 százalékát. Ezzel a visegrádi országok közül Magyarországon zajlott le a legnagyobb mértékű külső alkalmazkodás a válságot követően, amiben a külső finanszírozási igény magas kiinduló szintje is szerepet játszott.

A jövedelemegyenleg kismértékben romlott 2010-ben. A válság során erőteljesen mérséklődő vállalati profitok tavaly már emelkedtek, és ennek következtében elsősorban a közvetlentőke-befektetésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás volt jelentős, miközben a külföldi tulajdonú vállalatok egy részét is érintő ágazati különadók és a bankadó visszavetették a külföldre utalt jövedelmek mértékét. A transzferegyenleg elsősorban a tőkemérlegben megjelenő EU-transzferek markáns növekedése következtében tudott érdemben hozzájárulni a magas külső finanszírozási képességhez (5-2. ábra).

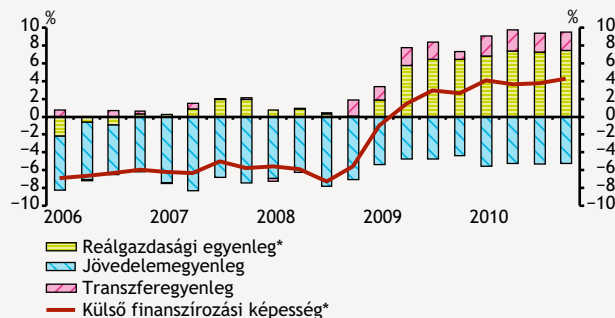
2010-ben a nemzetközi összehasonlításban is igen kedvező külső pozíció elsősorban a magánszektor megtakarításainak emelkedéséhez köthető. Az államháztartás SNA-szemléletű hiánya a kormány tavalyi intézkedései mellett is kismértékben emelkedett, miközben a magánszektor növelte nettó pénzügyi megtakarításait.

A 2011 első negyedévében tapasztalt makrogazdasági folyamatok a külső egyensúly további javulását vetítik előre. Az év első hónapjairól rendelkezésünkre álló adatok alapján a magánszektor pozíciója tovább javult, míg az államháztar-

5-2. ábra

A külső finanszírozási képesség tényezőinek alakulása

(szezonálisan igazított, GDP-arányos értékek)



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

tásé romlott. A kormányzati intézkedéseknek (személyi-jövedelemadó-kiengedés) is köszönhetően a háztartások nettó megtakarításai kismértékben emelkedtek, míg ezzel párhuzamosan az államháztartás pozíciója romlott. Utóbbiban szerepet játszottak a vártnál némileg magasabb költségvetési kiadások is. Az egyensúly javulásához vélhetően a vállalati szektor külső kereslet által vezérelt, tovább javuló exportlehetőségei, illetve a visszafogott beruházási aktivitás is hozzájárulhattak.

A makrogazdasági megközelítés alapján adódó, közel 4 százalékos külső többlettel szemben finanszírozási oldalról némileg kisebb mértékű, a GDP 1,7 százalékát kitevő külső finanszírozási képesség jellemezte a magyar gazdaságot 2010-ben.

A *nem adósságjellegű forrásoknak* finanszírozáshoz való hozzájárulása gyakorlatilag nulla volt 2010-ben. A (tulajdonosi hitelekkel együtt számolt) közvetlentőke-befektetések pozitív egyenlege ugyan kedvező változásnak tekinthető a 2009-es kiáramlással szemben, ugyanakkor a pozitív közvetlentőke-befektetések tavaly csak a részvényjellegű portfólió befektetések esetében megfigyelt kiáramlást ellensúlyozták.

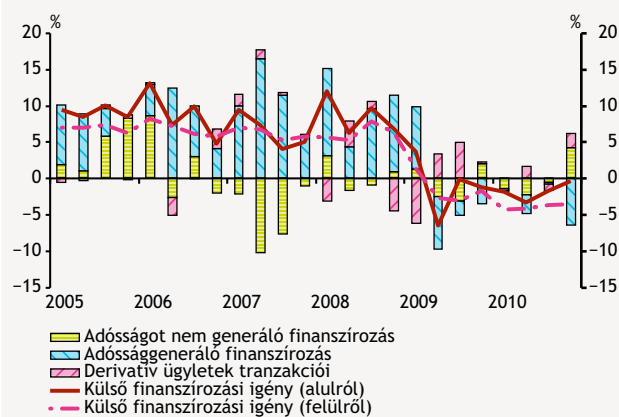
A közvetlen tőkebefektetések esetében a mélypontot jelentő 2009-es évhez viszonyított javulásban elsősorban a tulajdonosi hitelek előző évhez viszonyított kisebb kiáramlása volt meghatározó, miközben mind a Magyarországon megvalósuló, mind a hazai cégek külföldi részesedés jellegű közvetlen tőkebefektetései kismértékben emelkedtek.<sup>10</sup> A részesedés jellegű magyarországi tőkebefektetések esetében a válság alatt sem tapasztaltunk érdemi visszaesést, ugyanakkor az újrabefektetett jövedelmek jóval elmaradnak korábbi szintjüktől, ami a válság alatt visszaeső nyereségszinttel is összefüggésben áll.

Az *adósságjellegű források* esetében 2010-ben is további kiáramlást figyelhattunk meg (5-3. ábra). Az adósságeneráló finanszírozás csökkenése 2010-ben elsősorban a bankrendszer által vezérelt folyamat volt, miközben a konszolidált államháztartás – elsősorban a jegybank külső forrásbevonásának köszönhetően – kismértékben növelte külföldről származó adósságjellegű forrásait. Ez a főként 2010 végére jellemző folyamat 2011 elején megfordult és nagyrészt korrigálódott, így a bankrendszer külső adóssága emelkedett, míg a konszolidált államháztartásé mérséklődött 2011 első negyedében.<sup>11</sup>

5-3. ábra

## A pénzügyi mérleg alakulása

(GDP-arányos értékek)\*



\* Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

<sup>10</sup> A 2009-es finanszírozási folyamatok értékelését megnehezíti, hogy egy egyedi tranzakciónak köszönhetően a hivatalos statisztikák a tulajdonosi hiteleknel jelentős beáramlást, míg a részesedés jellegű tőkebefektetéseknél erőteljes kiáramlást mutatnak. Az érintett multinacionális nagyvállalat finanszírozási szerkezetének megváltoztatását a fundamentális folyamatok értékelésénél érdemes figyelembe venni, elemzésünket a korrigált adatok alapján végezzük.

<sup>11</sup> 2010 végén a bankrendszer csökkentette rövid lejáratú külső forrásait, amit nagyrészt az MNB-től származó devizaliquiditással pótolta. Ez utóbbit a jegybank ugyancsak külföldről, alapvetően repoműveleteken keresztül biztosította. Ez a folyamat 2011 januárjában korrigálódott, a bankrendszer újra külföldről vont be forrásokat, így az MNB is mérsékelte külföldről származó devizaforrásainak mértékét.

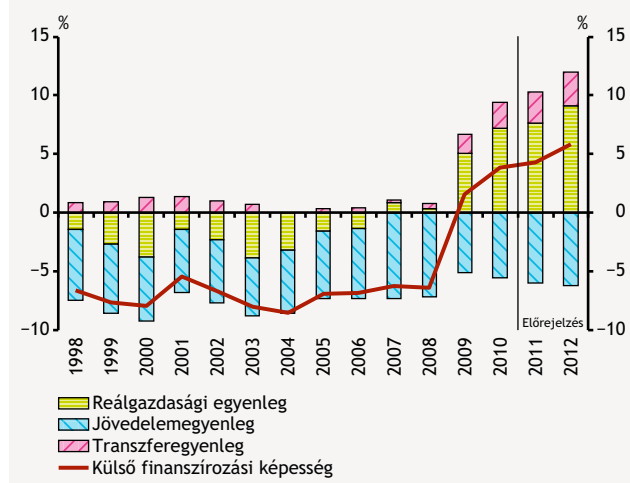
A sebezhetőség szempontjából kiemelt figyelemmel kísért – nemzetközi összehasonlításban továbbra is magasnak számító – külső adósság- és kötelezettségmutatóink stagnáltak, illetve némileg javultak 2010-ben. Az adósságjellegű források kiáramlása következtében a nettó külső adósság 2010 végére kismértékben, a GDP 52 százaléka körüli szintre csökkent. A markánsabb csökkenést a forráskiáramlás ellenére a gyengülő árfolyam miatt bekövetkező átértékelődés akadályozta. Figyelembe véve az első negyedév rendelkezésre álló adatait, az erősebb árfolyamot és a növekvő GDP-t, év vége óta kismértékben tovább mérséklődhetett a nettó külső adósság.

## 5.2. Előrejelzés a külső finanszírozási pozíciókra

A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója tovább javulhat a következő években a javuló reálgazdasági egyenleg és az európai uniós transzferek fokozódó beáramlása miatt, amit csak részben ellensúlyoz a jövedelemegyenleg emelkedő hiánya. Az ország nettó finanszírozási képessége 2011-ben meghaladhatja a GDP 4 százalékát, míg 2012-ben elsősorban a reálgazdasági egyenleg további javulásának köszönhetően megközelítheti a GDP 6 százalékát.

A reálgazdasági egyenleg többletére vonatkozó előrejelzésünk tovább emelkedett az előző jelentés prognózisához képest. Az export esetében a kedvező tényadatok mellett az exportszerkezet fejlődő országok irányába történő eltolódása, illetve a fokozatosan termelésbe forduló autóiipari beruházások is szerepet játszhatnak a további dinamikus bővülésben. Az import növekedése a gyenge belső felhasználás (fogyasztás és beruházás) miatt némileg elmarad az exporttól.

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



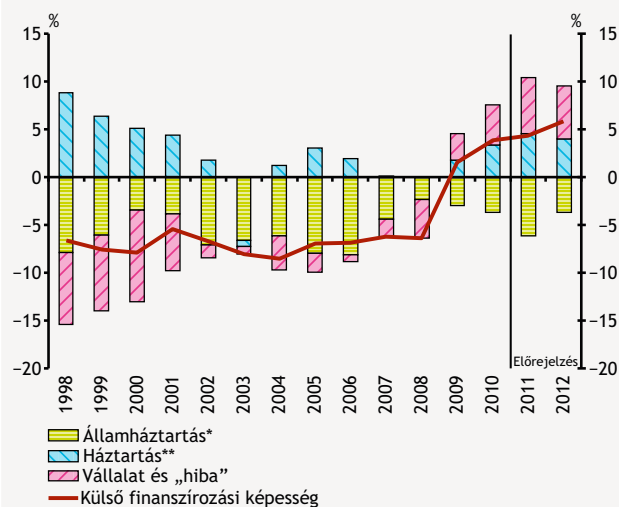
A jövedelemegyenleg hiányát illetően a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan továbbra is emelkedést várunk, amit némileg tompítanak a különadók. A nem adósságjellegű befektetésekhez kapcsolódó jövedelmek esetében a korábbi előrejelzésünknek megfelelően továbbra is a kiadások emelkedését várjuk. Az előző előrejelzési fordulóhoz képest a hozamok kismértékben ugyan csökkentek, azonban az adóssághoz kapcsolódó jövedelemáramlásokra vonatkozó előrejelzésünk érdemben nem változott a korábban gondolthoz képest (5-4. ábra).

A transzferegyenlegben meghatározó szerepet játszó EU-transzferek az elmúlt években egyre növekvő mértékben járultak hozzá a külső egyensúlyi pozíció javulásához. Várkozásunk szerint a kedvező folyamatok fennmaradnak a 2013-ig tartó uniós költségvetési tervezési időszak végéig, így a transzferegyenleg a GDP 2,5-3,5 százalékát kitevő mértékben emelheti a külső finanszírozási képességünket, ami némi emelkedést jelent korábbi feltételezésünkhöz képest.

Az egyes gazdasági szektorok megtakarítási pozícióit vizsgálva megállapítható, hogy a külső finanszírozási képességünk javulását 2011-ben az SNA-szemléletű államháztartás pozíciójának erőteljes romlása mellett a magánszektor pozíciójának

**5-5. ábra**  
Az egyes szektorok finanszírozási képessége

(a GDP arányában, százalék)



\* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magán-nyugdíjpénztári megtakarításokat.

\*\* A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait, a hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.

érdemi javulása határozza meg.<sup>12</sup> A szélesebb értelemben vett költségvetés esetében elsősorban az adókiengedések (személyi jövedelemadó és társasági adó) és az idén elszámolt reálhozam-kifizetés következtében fiskális lazítás jellemzi a fundamentális folyamatokat, miközben mind a háztartási, mind a vállalati szektor érdemben emeli nettó pénzügyi megtakarításait. 2012-ben a külső pozíció további javulását már egyértelműen az államháztartás egyenlegének – elsősorban a Széll Kálmán-terv intézkedéseire köthető – javulása okozza, miközben a magánszektor korrigált nettó megtakarításai enyhén mérséklődnek (5-5. ábra).

A háztartások esetében a nettó megtakarítások ideji növekedésében szerepet játszik egyrészt az adókiengedés következtében emelkedő jövedelem, másrészt a reálhozamból fogyasztásra el nem költött rész, harmadrészt az óvatossági megtakarítási motívum erősödése és végül a továbbra is kedvezőtlen hitelkörnyezet. 2012-ben a nettó háztartási megtakarítások fundamentális folyamatai közel változatlan szintet eredményeznek, ugyanakkor a 2011-ben kifizetett reálhozamok egyszeri hatásának kiesése miatt az SNA-hiánnyal konzisztens mutatóban megjelenő érték némi mérséklődést mutat. A vállalati szektor esetében a jövedelmezőség javulása, a visszafogott beruházási aktivitás és a dinamikus növekvő EU-transzferek következtében a következő években is fennmaradhat a nettó megtakarítói pozíció, azonban 2012-ben ez némileg már mérséklődhet az ideji évről képest.

**5-1. táblázat**

A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének alakulása

(a GDP arányában, százalék)

	2009	2010	2011	2012
Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban	3,4	4,6	-5,4	4,0
- Az átlépők nyugdíjpénztári megtakarításainak szétterítése	1,6	1,2		
+ Az átlépők miatti vagyonghatás			9,3	
+ Reálhozam megtakarításra fordított része			0,7	
Kiegészített SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség	1,8	3,4	4,6	4,0

<sup>12</sup> Az előző inflációs jelentéshez hasonlóan mostani elemzésünkben is korrigáljuk az államháztartási és a háztartási szektor adatait a magán-nyugdíjpénztári vagyon átadásával, ami egyértelműen átmeneti tényezőnek számít. Ez azt jelenti, hogy a GDP közel 10 százalékát elérő pénztári vagyon a hivatalos statisztikákban negatív háztartási tranzakcióként jelenik meg, és így a szektor nettó megtakarítása a GDP -5 százalékánál is kisebb lehet, miközben az államháztartás esetében a hivatalos statisztika költségvetési többletet fog mutatni. A módszertani kérdésekről bővebben olvasható az MNB-szemle 2011. áprilisi számában: Kékesi Zsuzsa-P. Kiss Gábor: Az 1998-as nyugdíjreform visszafordítása rövid távú megközelítésben.

## 5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai

Az államháztartás ESA-egyenlege 2011-ben várhatóan többletet mutat a magánnyugdíjpénztáraktól átvett portfóliók bevételként történő elszámolása következtében. A nyugdíjpénztári vagyonból származó egyszeri bevétel azonban elfedi a költségvetés mögöttes folyamatait, melyek önmagukban az előző évinél magasabb hiányt eredményeztek volna. Ahhoz, hogy 2012-ben elérhető legyen a 2,5 százalékos kormányzati hiánycél, a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram teljes végrehajtása mellett a 2011-ben képzett stabilitási tartalék eltörlésére és az ehhez kapcsolódó kiadáscsökkentő intézkedések tartós érvényesítésére van szükség.<sup>13</sup> A költségvetési alapfolyamatokat jobban megragadó kiegészített SNA-típusú egyenleg tükrözi a 2011-ben történő fiskális lazítást, majd 2012-ben a bejelentett intézkedések alapján várható szigorítást.

### 5.3.1. A FISKÁLIS EGYENLEGMUTATÓK ALAKULÁSA

A hivatalos ESA-egyenleg 2011-ben várható többlete a magán-nyugdíjpénztári vagyonhoz kapcsolódó egyszeri bevétel következménye, amelyet 2012-ben nem követ hasonló bevétel, így a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedései szükségesek ahhoz, hogy jövőre a maastrichti kritérium közelében alakuljon a költségvetési hiány. A 2011. évi, egyszeri hatásoktól megtisztított kiegészített SNA-egyenleg szerint az államháztartás pozíciója 2010-hez képest kedvezőtlenebbé vált. Ennek oka a jövedelemadók csökkentésén keresztül történő fiskális lazítás. Jövőre viszont a jelentős mértékű költségvetési kiigazítás nagymértékben javítja a kiegészített SNA-mutatót.<sup>14</sup> A ciklikus komponens nagysága alapján 2012-ben 2 százalék körüli lehetne a hiány, ha a bevételeken keresztül nem gyakorolna továbbra is erőteljes negatív költségvetési hatást az elmúlt években elszenvedett gazdasági visszaesés. Ez azt jelenti, hogy ha az előrejelzésben figyelembe vett intézkedéseken túl nem történik más beavatkozás a költségvetési pályába, és a gazdaság teljesítménye visszatér a becsült trendjéhez, akkor hosszú távon 2 százalék körüli szintre mérséklődhet a költségvetési deficit.

<sup>13</sup> Előrejelzésünkben az eddig alkalmazott módszertanunknak megfelelően csak a költségvetési hatások becsléséhez megfelelően részletezett és nagy valószínűséggel elfogadandó intézkedéseket vettük figyelembe.

<sup>14</sup> A kiegészített SNA-egyenlegben nem kerülnek elszámolásra azok a 2011-ben jelentkező egyszeri bevételek és kiadások, amelyek finanszírozási műveletnek tekinthetők (portfólióbevétel, adósságtóvállalások és PPP-szerződések kivásárlása), viszont kiadásként jelenik meg a volt magán-nyugdíjpénztári tagokat illető reálhozamok kifizetése. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete június 14-i közleménye szerint a magán-nyugdíjpénztári portfólióból az állam által átvett vagyon összege a GDP 10,4 százaléka. Ebből a magán-nyugdíjpénztári rendszerből kilépő tagok reálhozamának kifizetéséhez szükséges összeget, amelyet előzetes közlések alapján a GDP 0,9 százalékára becsülünk, az állam visszafizeti a pénztáraknak. Az ESA-egyenlegben a véglegesen államhoz kerülő vagyon javítja az egyenleget (9,5 százalék), de a kiegészített SNA-egyenlegben ugyanez nem szerepel hiányjavító tényezőként, míg a reálhozamhoz kapcsolódó kifizetések kiadásként jelennek meg, mert utóbbiaknak van reálgazdasági, az államháztartáson kívüli szereplők jövedelmét érintő hatása.

**5-2. táblázat**  
**Államháztartási egyenlegmutatók**  
 (GDP százalékában)

	2010	2011	2012
ESA-egyenleg	-4,3	2,4	-3,2
Kiegészített SNA-egyenleg	-3,4	-6,1	-3,7
Ciklikus komponens	-2,6	-1,9	-2,0
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	-0,8	-4,2	-1,8

2011-ben az ESA-módszertan szerint 2,4 százalékos költségvetési többlet alakulhat ki, döntően a magánnyugdíjpénztáraktól eredő portfólióbevételek miatt, ami a legfrissebb adatok szerint a GDP 9,5 százalékával javítja az egyenleget. Az egyszeri bevételek és kiadások azonban elfedik a tartósabb folyamatokat, amelyek önmagukban az előző évinél magasabb hiányt eredményeztek volna, elsősorban a személyi jövedelemadó és a társasági adó csökkentése következtében.<sup>15</sup>

Ezt tükrözi a mögöttes folyamatokat jobban megragadó *kiegészített SNA-egyenleg*, ami szerint 2011-ben az államháztartás strukturális helyzete jelentősen romlik, az egyszeri bevételeket ugyanis nemcsak egyedi kiadásokra és az egyenleg javítására fordítja a költségvetés, hanem részben a folyó kiadások, valamint a személyi jövedelemadó csökkentésének fedezésére is.

2012-ben az ESA-egyenlegben megjelenő átmeneti bevételek összege számottevően kisebb lesz, ezért hiánycsökkentő intézkedésekre van szükség, amelyeket a költségvetés – a stabilitási tartalék létrehozásán, a Széll Kálmán-terven és a konvergenciaprogramon keresztül – főként a kiadások leszorítása révén igyekszik elérni. Az előrejelzési szabályaink alapján figyelembe vehető intézkedések a GDP 1,6 százalékával javítják az egyenleget. Az önkormányzatok egyenlege várakozásunk szerint a korábban megfigyelt ciklikus ingadozást követi, így hiányuk 2012-ben a GDP 0,4 százalékával csökkenhet elsősorban a kiadások mérséklésén keresztül. Mindezek következtében előrejelzésünk szerint 3,2 százalékos ESA-hiány érhető el 2012-ben.

A 2012. évi *kiegészített SNA-egyenleg* az intézkedések és az önkormányzati szektor hiányának csökkenése mellett az is javítja az előző évhez képest, hogy nem ismétlődik meg a magán-nyugdíjpénztári tagok reálhozamának SNA-módszertan szerint kiadásként elszámolt 2011-es kifizetése. A ciklikus komponens jelzi, hogy 2012-ben a hiány nagyobbik része az előző években elszűnt gazdasági visszaesés – főként adóbevételeken keresztül érzékelhető –

<sup>15</sup> A jövedelemadó-rendszer átalakítása mintegy a GDP 1,8 százalékával csökkenti az adóbevételeket. A társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése tavaly még csak az év második felében érvényesült, ezért a 2011-es addicionális hatása a GDP 0,3 százaléka.

## 5-3. táblázat

## Az ESA- és az SNA-egyenleg 2011. évi különbségeit okozó költségvetési bevételek és kiadások

(a GDP százalékában)

	2011
1. Magánnyugdíjpénztáraktól eredő portfólióbevételek	9,5
2. Volt magán-nyugdíjpénztári tagoknak kifizetendő összeg	0,9
3. MÁV adósságának átvállalása	-1,1
4. BKV adósságának átvállalása és PPP-szerződések kiváltása	-1,0
5. Összesen (1+2+3+4)	8,3
6. További korrekciók	0,2
7. Összes ESA-, SNA-korrekció (5+6)	8,5

következménye. A ciklikusan igazított SNA-egyenleg szerint, ha a gazdasági teljesítmény felzárkózik középtávú szintjéhez, és további intézkedések nem érintik a költségvetési pályát, akkor a hiány a GDP 2 százaléka körüli szinthez tarthat.<sup>16</sup>

Az elsődleges kiegészített SNA-egyenleg változásán keresztül a többi szektor jövedelmére gyakorolt költségvetési hatást mutató fiskális impulzus 2011-ben a GDP 2,5 százaléka, vagyis a költségvetés jelentősen növeli a privát szektor rendelkezésre álló jövedelmét az előző évhez képest. Ez elsősorban a személyi jövedelemadó és a társasági adó rendszerén keresztül történő lazítás következménye, de szerepet játszik benne a volt magán-nyugdíjpénztári tagoknak kifizetendő reálhozam. Ezzel szemben 2012-ben -2,3 százalék a fiskális impulzus, a hiánycsökkentő intézkedések következtében ugyanis jövőre számottevően csökken a magánszektor juttatott költségvetési kiadás.

### 5.3.2. ELŐREJELZÉSÜNK ÖSSZEHASONLÍTÁSA A 2011-ES KORMÁNYZATI CÉLOKKAL

Előrejelzésünk szerint 2011-ben az államháztartás többlete a GDP 2,4 százalékával lehet egyenlő, ami kissé magasabb, mint a konvergenciaprogramban említett hatásokból levezethető 2,2 százalékos többlet, illetve a programban expliciten kitűzött 2 százalékos cél.

Az egymáshoz közel álló várakozások mögött az alapfolyamatok hasonló megítélése húzódik meg, valamint az, hogy lényegében kioltja egymás hatását a stabilitási tartalék és a magánnyugdíjpénztáraktól eredő vagyonbevételek egyenleg-

<sup>16</sup> Ennek kapcsán hangsúlyozni kell, hogy a gazdasági ciklusból eredő költségvetési hatás számítását csak jelentős bizonytalansággal lehet elvégezni. A középtávon elérhető egyenlegről alkotott képet árnyalja, hogy a 2012-es ciklikusan igazított SNA-egyenlegben az adóbevételek között szerepelnek a pénzügyi szervezeteket és az egyes ágazatokat érintő különadók, mert ezek nem finanszírozási tételek. Ezek közül 2013-ban ismereteink szerint csak a pénzügyi szervezeteket terhelő különadó fele fog fennmaradni, így a különadókból eredő bevétel csökkenése *ceteris paribus* 0,8 százalékponttal növelheti a középtávon elérhető hiányt. Másfelől a Széll Kálmán-tervből és a konvergenciaprogramból az alappályában elfogadott intézkedéseken felül további megtakarítás is elképzelhető 2012-ben, 2013-ban pedig újabb, nagyságrendileg a GDP 1 százaléka körüli hiánycsökkentő intézkedéseket vetít előre a két terv.

## 5-4. táblázat

## A konvergenciaprogram és az MNB 2011. évi költségvetési prognózisának összehasonlítása

(ESA-egyenleg a GDP százalékában)

	Konvergencia- program alapján	MNB
1. Költségvetési törvény és az MNB 2011. őszi előrejelzése	-2,9	-2,7
2. Magasabb magán-nyugdíjpénztári portfólióbevétel	7,0	7,6
3. Költségvetési folyamatok megítélésének változása 2010 ősze óta	-0,7	-0,7
4. Adósságtvállalás (BKV, MÁV) és PPP-szerződések	-2,0	-2,0
5. Stabilitási tartalék létrehozása	0,9	0,1
6. Várható egyenleg (konvergenciaprogram alapján és aktuális inflációs jelentés) (1+...+5)	2,2	2,4
7. Hivatalos egyenlegcél (konvergenciaprogram)	2,0	

javító mértékére vonatkozó feltételezések különbsége. A költségvetési törvény és a novemberben készített jegybanki prognózis óta eltelt időszakban összességében hasonlóan változott a kormány és az MNB megítélése a költségvetési alapfolyamatokat illetően. Az adóbevételeket tekintve a konvergenciaprogram és az MNB is a költségvetési törvényben foglaltnál alacsonyabb bevételekre számít. Ennek oka részben a tavalyi adatok bázishatása, részben a vártnál kissé kedvezőtlenebb fogyasztási dinamika. A kormány a bevételkiesés ellensúlyozására hozta létre a stabilitási tartalékot a GDP 0,9 százaléka körüli értékben. A konvergenciaprogram a tartalék törlésével, tehát a kiadások hasonló mértékű csökkenésével számol, és így tartja elérhetőnek a 2 százalékos többletet.

Előrejelzésünkben egyelőre csak a részletes intézkedésekkel és a február óta tapasztalt költségvetési folyamatokkal alátámasztott megtakarításokat vettük figyelembe, amelyek együttesen a GDP 0,15 százalékát teszik ki. Amennyiben a tartalék valóban törlésre kerül, akkor az további 0,6 százalékkal javíthatja az egyenleget. Megítélésünk szerint nem csökkenti a hiányt a teljes törlés sem 0,9 százalékkal, mert bevételi oldalon a törölt kiadások után fizetendő adók is kiesnek.

Előrejelzésünk azért magasabb a konvergenciaprogramban kitűzött célnél, mert az ott feltételezettnél magasabb portfólióbevételre számítunk a magánnyugdíjpénztáraktól. Ez a bevétel a konvergenciaprogram szerint a GDP 7 százalékával lehet magasabb a költségvetési törvényben szereplőnél, de a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének június 14-i közleménye alapján a különbség ennél is magasabb, a GDP 7,6 százaléka lehet.

### 5.3.3. A KÖLTSÉGVETÉSI PÁLYÁT ÉRINTŐ INTÉZKEDÉSEK 2012-BEN JELENTŐSEN CSÖKKENTIK A HIÁNYT

2012-ben – a 2011. évre jellemző egyszeri portfólióbevételek hiányában – jelentősen emelkedne a költségvetési hiány. Ezt a kormány a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedéseivel, valamint a stabilitási tartalék által elérhető megtakarítások tartóssá tételével kívánja ellensúlyozni. A programok 2011-ben egyedi kiadások vállalása révén növelik ugyan a kiadásokat, de 2012-ben előrejelzésünk szerint a GDP 1,6 százalékaival csökkentik a hiányt. Előrejelzésünkben figyelembe vettük az intézkedések végrehajtását övező implementációs kockázatokat, azonban ha ezektől eltekintünk, akkor a GDP 2,4 százaléka emelkedhet a 2012. évi egyenlegjavító hatásuk. Más irányú, negatív kockázatot jelent, hogy az intézkedések többletkiadásokat is vonhatnak maguk után, egyrészt a foglalkoztatás növelését célzó kiadások, másrészt a szociális ellátás jelenlegi rendszeréből kiszoruló részére nyújtott valamilyen ellátás formájában.<sup>17</sup> Az intézkedések nagyságrendje és szerkezete a makrogazdasági pályát is befolyásolja, aminek a költségvetésre gyakorolt visszahatása rövid távon negatív – főként a fogyasztás visszaesése és a munkaerőpiacon várható kínálatnövekedés miatt lassabban emelkedő bérek következtében.

#### A. A 2011. márciusi Széll Kálmán-terv

A márciusban megjelent inflációs jelentés szabályalapú költségvetési előrejelzésében a Széll Kálmán-tervnek csak az a része került elszámolásra, amely kellően részletes volt a költségvetési hatás kiszámításához. Mára a konvergenciaprogram révén a legtöbb intézkedés részleteiben is ismertté vált, így 2012-re vonatkozó előrejelzésünkben a Széll Kálmán-tervből a márciusinál a GDP 0,8 százalékaival többet, a GDP 1,1 százalékaival egyenlő hatást tudunk figyelembe venni. Három okból kisebb ez a hatás, mint a kormány által megjelölt bruttó 1,9 százalékos hiányjavulás:

- a) Egyes intézkedéseket továbbra sem tudunk pontosan értékelni és figyelembe venni, mert a végrehajtás érdemi részletei hiányoznak. Idetartozik a bérpótló juttatások rendszerének átalakítása és a szociális, valamint családtámogatások összegének maximalizálása, amelyek tervezett bruttó hatása együttesen a GDP 0,2 százaléka lenne. Ezen a területeken a pontos intézkedések megismerése után a hiány csökkenése felé mozdulhat az előrejelzésünk.
- b) Több intézkedés esetében az elérhető egyenlegjavulást kisebbnek látjuk, mint a kormány, például az egészség-

<sup>17</sup> Az előrejelzésünkben figyelembe vett intézkedések következtében közel 300 ezer ember szorulhat ki a pénzügyi szociális ellátásokból 2012 végéig, illetve a bérpótló juttatások tervezett, de az előrejelzésben figyelembe nem vett átalakításával további 120 ezer fő.

## 5-5. táblázat

## A Széll Kálmán-terv intézkedéseinek becsült költségvetési hatása

(a GDP százalékában)

Várható intézkedések	Kormány által várt bruttó egyenlegjavulás	Becsült bruttó egyenlegjavulás	Becsült nettó egyenlegjavulás (közvetlen adótartalom levonása után)
I. Foglalkoztatás és munkaerőpiac	0,65	0,40	0,27
II. Nyugdíjrendszer reformja	0,31	0,26	0,26
III. Közösségi közlekedés	0,15	0,10	0,09
IV. Felsőoktatás	0,04	0,04	0,03
V. Gyógyszerkassza	0,28	0,18	0,16
VI. Állami és önkormányzati finanszírozás	0,11	0,09	0,07
VII. Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap	0,30	0,31	0,25
Összesen	1,83	1,38	1,13

ügy, a rokkantnyugdíjak és a közösségi közlekedés területén, összesen a GDP 0,3 százalékával.

- c) Végül, a kiadások csökkentésének egy része közvetlen adókiesést is okoz (például a szociális kiadások után fizetendő adók és járulékok esetében), aminek hatása 0,25 százalékra becsülhető.

### B. A 2011. áprilisi konvergenciaprogram

A konvergenciaprogram egyrészt a Széll Kálmán-terven túlmutató egyenlegjavító intézkedéseket is előrevetít 2012-ben, másrészt 2011-ben jelentős egyszeri többletkiadásokat vállal. A 2011-es egyenleget számottevően, a GDP 1 százalékkal rontja két egyszeri intézkedés, a BKV adósságának átvállalása és a PPP-beruházások kivásárlása.<sup>18</sup> Utóbbi a szerződések eredeti futamidején javítja a költségvetés várható egyenlegét, mert nem szükséges az éves rendelkezésre állási díj kifizetése a PPP-partnerek részére.

A 2012-es hiánycsökkentéshez legnagyobb mértékben (a GDP 0,3 százaléka) az járul hozzá, hogy jövőre is a 2011. évi nominális szinten tartanak a dologi kiadások összegét a központi alrendszerben, a személyi kiadásokét pedig a teljes államháztartásban. A konvergenciaprogram többi tervezett lépése közül a társaságiadó-rendszerben a veszteségleírás szigorítása és a termékdíjak rendszerének átalakítása egyelőre nem kellően részletezett ahhoz, hogy költségvetési hatását meg lehessen állapítani.

### C. A stabilitási tartalék

A konvergenciaprogram szerint a 2011-ben képzett 250 milliárd forintos stabilitási tartalék törlésre kerül. A 2012-es

<sup>18</sup> A MÁV adósságának átvállalása már korábban ismert volt, a márciusi előrejelzésünk is tartalmazta.

## 5-6. táblázat

## Az előrejelzésben elszámolt költségvetési intézkedések

(a GDP százalékában)

	2011	2012
Széll Kálmán-terv	0,1	1,1
Konvergenciaprogram	-1,9	0,3
Stabilitási tartalék	0,1	0,1
Összes figyelembe vett intézkedés	-1,7	1,6

egyenleget akkor javíthatja a tartalék törlése a legnagyobb mértékben, ha tartós, jövőre is fennmaradó intézkedések alapján történik, és ezek a Széll Kálmán-tervhez és a konvergenciaprogramhoz képest addicionális, azokkal nem átfedő megtakarításokat jelentenek. Amíg a végső döntés nem születik meg a tartalék törléséről, addig előrejelzésünk módszertana alapján csak a tartalék kisebb részét (38 milliárd forintot) vesszük figyelembe egyenlegjavító hatásként.<sup>19</sup> A tartalék tényleges törlése, és az ehhez kapcsolódó kiadáscsökkentő intézkedések tartós érvényesítése a GDP további 0,6 százalékaival csökkenthetné az előrevetített hiányt 2011-ben és 2012-ben is.

## D. Előrejelzésünkben nem szereplő intézkedések

Előrejelzésünk alappályájában csak azokat az intézkedéseket vettük figyelembe, amelyek a költségvetési hatás becsléséhez kellően részletezettek. A Széll Kálmán-terv esetében az előrejelzésben nem számszerűsített két intézkedés (a bérpótló juttatások rendszerének átalakítása és a szociális, valamint családtámogatások összegének maximalizálása) a kormány szándéka szerint a GDP 0,2 százalékát érheti el. A társasági adózásban a veszteségleírás konvergenciaprogram szerinti szigorítása becslésünk szerint a GDP 0,1 százalékaival javíthatja az egyenleget.<sup>20</sup> A stabilitási tartalék tényleges zárolása és ennek továbbvitele a 2012-es költségvetésben, a fentieknek megfelelően további 0,6 százalékkal csökkentheti a jövő évi kiadásokat.

## 5-7. táblázat

## Az intézkedések további részleteinek közzététele után elszámolható addicionális hatás

(a GDP százalékában)

	2011	2012
Széll Kálmán-terv	0,0	0,2
Konvergenciaprogram	0,0	0,1
Stabilitási tartalék	0,6	0,6
Összesen	0,6	0,8

<sup>19</sup> A tartalék lehetséges hiánycsökkentő hatásából azt a részt vettük figyelembe, amit részletes intézkedés és az elmúlt hónapokban tapasztalt költségvetési folyamatok támasztanak alá. Ezek közé tartozik a decentralizált alapok kiadásainak csökkenése és a közlekedési vállalatoknak fizetendő fogyasztóiár-támogatás mérséklése.

<sup>20</sup> A konvergenciaprogramban szerepel a termékdíjak rendszerének átalakítása is, azonban további konkrétumok ismerete nélkül erről hozzátétőleges költségvetési becslést sem lehet készíteni.

## 5.4. 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.

Annak ellenére, hogy az adósság alakulását szokásosan befolyásoló tényezők (kötségvetési hiány, forintárfolyam, hozamok) az adósságráta kismértékű emelkedését okozták, a magán-nyugdíjpénztári portfóliók átadása következtében 2011-ben 6 százalékponttal a GDP 74 százalékára csökkenhet a bruttó államadósság.

A magánnyugdíjpénztáraktól átvett portfólión belül az állampapírok azonnal csökkentik a bruttó adósságot a GDP 4,2 százalékaival a papírok bevonása révén, míg a portfólió többi része a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alapba kerül. Az alap fokozatosan járul hozzá az adósság csökkenéséhez azáltal, hogy újabb adósságelemek kibocsátása helyett ennek felhasználásával fedezheti finanszírozási igényét a költségvetés. 2011-ben a költségvetési hiánynya és a nettó állampapír kibocsátásra vonatkozó feltételezéseink mellett a GDP körülbelül 3,5 százalékaival lehet egyenlő az alapból felhasznált összeg (ebből 1,9 százalék a költségvetési törvényben is szerepel).

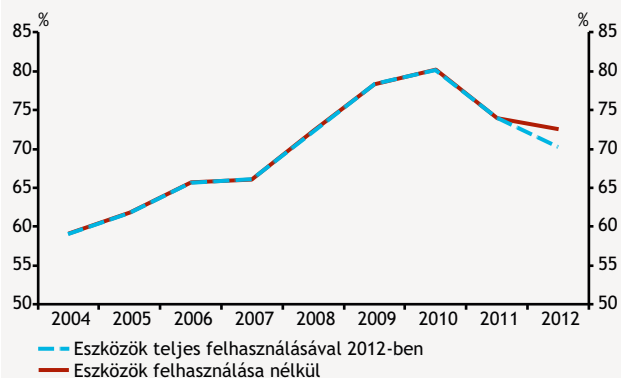
A korábban lehívott nemzetközi hitelek közül és a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap eszközeiből várhatóan még jelentős, a GDP 3,6 százalékaival egyenlő finanszírozási tartalék áll a kormány rendelkezésére 2011 végén. Korábban ezt a betétállományt a GDP 5 százalékára becsültük, azonban a MOL egy részének megvásárlása csökkentette a tartalék várható szintjét, és ezt a hatást a korábban feltételezettnél várhatóan nagyobb portfólióbevételek csak kisebb részben ellensúlyozták.

Ha az adósságkezelő a betéteket a jövőben a finanszírozási igény fedezésére fordítja, akkor ezzel kiválthatja a lejáró adósság egy részének megújítását, ami az adósságráta csökkenését eredményezi. A betétek felhasználásának ütemezése nem befolyásolja a középtávon elérhető adósság szintet. Másfelől azonban a MOL részvényeinek megvásárlása tehát növelte a középtávon várható adósság pályát ahhoz képest, mintha ezeket a forrásokat

5-6. ábra

### A bruttó államadósság alakulása

(a GDP százalékában)



adósságkibocsátások helyettesítésére fordította volna az adósságkezelő.

A 2011-et követő adósság pontos alakulása a fennmaradó betétek felhasználásának ütemétől függ. Amennyiben a rendelkezésre álló finanszírozási tartalékot nem használja fel az adósságkezelő, akkor a költségvetési hiányra és változatlan árfolyamra vonatkozó feltételezéseink mellett az adósságráta 2012-ben a GDP 1 százalékával csökkenhet. A betétek finanszírozási célú felhasználása további 1-2 százalékponttal mérsékelheti a jövő év végére várható GDP-arányos adósságot.

## 6. Kiemelt témák

### 6.1. Fiskális kiigazítások reálgazdasági hatásai

Az elkövetkező évekre vonatkozó reálgazdasági előrejelzés kulcskérdése a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram makrogazdasági hatásainak számszerűsítése. Míg az előző jelentés készítésekor még nem állt rendelkezésünkre információ a konkrét tervekről, ebben a fordulóban már a részletes intézkedési tervek ismeretében próbáltuk megbecsülni a várható növekedési hatásokat.

Jelenleg a világ számos országában zajlik költségvetési konszolidáció, ezért más jegybankok és nemzetközi intézetek előrejelzői is próbálják meghatározni a költségvetési intézkedések növekedésre gyakorolt hatását, és erről egyre több tanulmány lát napvilágot.<sup>21</sup> Két modellcsaládot használnak a vizsgálatok elvégzésére: hagyományos makroökonometriai modelleket és dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modelleket (DSGE). A hagyományos makroökonometriai eszközök fő előnye a rövid távra szóló jó előrejelzési képesség és az, hogy e modellekben pontosan meg lehet jeleníteni a nemzeti számlák összefüggéseit, így rövid távon könnyű garantálni az adatok közötti konzisztenciát. E hagyományos modelleknek azonban nagy hátránya, hogy nem képesek endogén módon kezelni a várakozásokat. A várakozásoknak pedig kiemelt szerepe lehet egy fiskális politikai lépés értékelésénél: pl. mit gondolnak az egyes intézkedések finanszírozásáról, mennyire gondolják tartósnak vagy átmenetinek az egyes intézkedéseket. A gazdaság szereplői eltérően reagálhatnak egy előre látott permanens intézkedésre, mint egy átmenetiek tartott, meglepetésszerű lépésre. A magyar gazdaságpolitikában is láttunk arra példát, hogy a háztartások a 2006-os megszorításokat feltehetően átmenetinek értékelték, így a fogyasztási kiadásaik csökkentése helyett eladósodtak, ugyanakkor 2008-ban már az újabb fiskális kiadáscsökkentésekre egyértelműen a fogyasztási kiadások csökkentésével reagáltak részben likviditáskorlátok miatt, de feltehetően a jövőbeli jövedelmekre vonatkozó várakozások is pesszimistábbá váltak.

<sup>21</sup> Lásd pl. COENEN, G.-C. ERCEG-C. FREEDMAN-D. FURCERI-M. KUMHOF-R. LALONDE-D. LAXTON-J. LINDÉ-A. MOURougANE-D. MUIR-S. MURSULA-C. DE RESEDE-J. ROBERTS-W. ROEGER-S. SNUDDEN-M. TRABANDT-J. IN 't VELD (2010): Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models. *IMF Working Paper*, No. 10/73, International Monetary Fund.

A hagyományos makroökonometriai modellek mellett az elmúlt években elterjedtek a dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modellek (DSGE). A DSGE-modellek az ökonometriai modelleknél rosszabban illeszkednek az adatokra, és gyengébb a rövid távú előrejelző képességük, ugyanakkor elméleti szempontból konzisztens modellekkel dolgoznak. A konzisztencia abból fakad, hogy a DSGE-modellek endogén módon kezelik a várakozásokat azáltal, hogy az egyes makrováltozók viselkedése a gazdasági szereplők optimalizáló viselkedéséből határozódik meg. A 2000-es évek elejére kifejlesztett közepes méretű DSGE-modellekben a fiskális politika leegyszerűsítve jelent meg. Így az új kihívások kezelése érdekében ki kellett egészíteni a DSGE-modelleket a főbb fiskális politikai instrumentumokkal: jövedelemtől és fogyasztástól függő adókkal, likviditáskorlátos fogyasztókkal, kormányzati beruházással.

A két modellcsaládnak tehát eltérőek az erősségei: a hagyományos modellekben precízebben megragadhatók a közvetlen keresleti hatások, míg a DSGE-modellekben nagyobb tere van annak, hogy a kormányzati viselkedés tartós változásának a többi gazdasági szereplő viselkedésére gyakorolt hatását felmérjük. Mindemellett mindkét modellnek gyengesége, hogy alapvetően a ciklikus hatások leírására fókuszálnak, pl. nem tudják megragadni a munkaerő-piaci aktivitást befolyásoló kormányzati intézkedések hosszabb távú, potenciális növekedésre gyakorolt hatását.

Az MNB-ben is rendelkezésre áll mindkét típusú eszköz. A Delphi modellünk a makroökonometriai modellek kategóriájába tartozik, melyben a hosszú távot egy neoklasszikus növekedési blokk írja le, rövid távon pedig közgazdasági összefüggéseket tükröző, de részben ad hoc módon definiált hibakorrekciós egyenletekkel felírt viselkedési egyenletek adják a modell dinamikáját. DSGE kategóriában a Költségvetési Tanács által használt modell<sup>22</sup> némileg módosított változatát<sup>23</sup> (Fiscal Policy Model, FPM) fogjuk az alábbiakban használni.

### Fiskális multiplikátorok nemzetközi összehasonlításban

Fiskális multiplikátoron az alábbi vizsgálatban azt értjük, hogy hány százalékponttal változik a GDP, ha az intézkedés nagyságát úgy kalibráljuk, hogy az a költségvetési egyenlegben GDP-arányosan 1% javulást (romlást) okozzon. Az intézkedés várt (hiteles), és legalább 5 éven keresztül fenntart-

<sup>22</sup> BAKSA, DÁNIEL-SZILÁRD BENK-ZOLTÁN M. JAKAB (2009): *Does the fiscal multiplier exist? Fiscal and Monetary Reactions, Credibility and Fiscal Multipliers in Hungary*. Előadás. Magyar Közgazdaságtudományi Egyesület konferenciája, Budapest, december.  
URL: [http://media.coauthors.net/konferencia/conferences/1/Baksa\\_Benk\\_Jakab\\_MKE\\_revised\\_10\\_12.pdf](http://media.coauthors.net/konferencia/conferences/1/Baksa_Benk_Jakab_MKE_revised_10_12.pdf).

<sup>23</sup> Annak érdekében, hogy a Költségvetési Tanács modellje jobban visszatükrözze a monetáris transzmisszióról való gondolkodásunkat, kiegészítettük fogyasztási célú importtal és a devizahitelek árfolyam-érzékenységét is elszámoló elemekkel.

ják. Az elmúlt időszakban megjelent tanulmányok<sup>24</sup> alapján összevetettük, hogy a különböző modellekben mekkorák a fiskális multiplikátorok, és megpróbáltunk következtetéseket levonni arra vonatkozóan, hogy milyen tényezők befolyásolják a különböző eredmények közötti eltéréseket. Különböző intézkedéseket vizsgálunk, az ökonometriai modellek esetében három intézkedéstípusra találtunk összehasonlítható adatokat: a bér után fizetett munkavállalói adó emelése, fogyasztási adó (pl. áfa) emelése, kormányzati fogyasztáscsökkentés. A valamivel frissebb, DSGE típusú modellekkel elvégzett vizsgálatok esetében a háztartásoknak fizetett kormányzati transzfer csökkentése is külön szerepel.

Az eredmények azt mutatják, hogy a leggyakrabban használt két modelltípus, a makroökonometriai és a DSGE jelentősen eltérő fiskális multiplikátorokat ad. A rövid távú növekedési veszteségek lényegesen nagyobbak a makroökonometriai modellekben. Ezek a modellek alapvetően visszatekintőek, így a gazdaság szereplői csak lassabban alkalmazkodnak a megváltozott fiskális politikához. A DSGE típusú modellekben az előretételezés miatt valamivel gyorsabb a megváltozott fiskális ösztönzőkhöz való alkalmazkodás, és nagyon fontos szerepe van annak is, hogy a lakosság egy része (az optimalizáló szereplők) a ma megtörténő fiskális kiigazítást úgy éli meg, mint a jövőbeli kisebb adófizetési kötelezettséget, és az ebből fakadó pozitív vagyongyűjtést is figyelembe veszi a döntéseiben (ricardói ekvivalencia). Erre az előretételezésre, illetve az ebből következő fogyasztást simító viselkedésre csak a nem likviditáskorlátozott háztartásoknak van lehetőségük. Így rövid távon ezekben a modellekben is az ún. keynesi hatások dominálnak.

Bár különösen az ökonometriai modellekben nagy az országok közötti heterogenitás, mindkét modelltípusra jellemző, hogy a keresleti sokkok esetében jelentős nagyságrendi különbség van a fiskális multiplikátorok nagysága tekintetében a nagy zárt és a kis nyitott országok között. Nyitott gazdaságban ugyanis a kormányzat által generált keresletcsökkenés egy része a külföldi termékekre esik, így a nettó export javul. Azokban a modellekben, amelyekben a növekvő eladósodottság növekvő kockázati felárakkal jár együtt, a kormányzati kiigazítás e felárak csökkentésén keresztül is képes mérsékelni a keresleti hatásokat.

<sup>24</sup> HENRY, JEROME ET AL. (2008): The impact of government budgets on prices: Evidence from macroeconomic models. *Journal of Policy Modelling*, vol. 30 (1), 1. táblázat.

COENEN, G. ET AL. (2010): Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models. *IMF Working Paper*, No. 10/73, 2. táblázat (QUEST, OECD Fiscal, NAWM, GIMF\_USA).

STÄHLER, NIKOLAI– CARLOS THOMAS (2011): FiMod – a DSGE model for fiscal policy simulations. *Discussion Paper Series 1. Economic Studies*, No. 06/2011, Deutsche Bundesbank, 2.táblázat (FIMOD).

KLYUEV, VLADIMIR–STEPHEN SNUDDEN (2011): Effects of Fiscal Consolidation in the Czech Republic. *IMF Working Paper*, No. 11/65, 2. táblázat (GIMF\_Cseh).

6-1. táblázat

A GDP 1%-át kitevő fiskális szigorítás hatása a GDP szintjére (százalékban) a makroökonometriai modellekben

	Szja-emelés		Áfaemelés		Kormányzati kiadás csökkentése	
	1. év	2. év	1. év	2. év	1. év	2. év
Belgium	-0,15	-0,23	-0,02	0	-0,87	-0,5
Németország	-0,62	-0,91	-0,55	-0,53	-1,18	-1,07
Olaszország	-0,13	-0,45	-0,33	-0,52	-0,98	-1,44
Portugália	-0,39	-0,67	-0,17	-0,41	-1,23	-1,49
Spanyolország	-0,50	-1,00	-0,20	-0,65	-1,22	-1,46
EMU (AWM)	-0,34	-0,63	-0,28	-0,76	-1,05	-1,62
DELPHI	-0,59	-0,56	-0,62	-0,65	-0,71	-0,68

6-2. táblázat

A GDP 1%-át kitevő fiskális szigorítás hatása a GDP szintjére (százalékban) a DSGE modellekben

	Szja- vagy tb-emelés			Áfaemelés			Kormányzati kiadás csökkentése			Kormányzati transzfer csökkentése		
	1. év	2. év	3. év	1. év	2. év	3. év	1. év	2. év	3. év	1. év	2. év	3. év
QUEST	-0,3	-0,4	-	-0,25	-0,25	-	-0,8	-0,8	-	-0,6	-0,6	-
OECD Fiscal	-0,25	-0,4	-	-0,2	-0,3	-	-0,9	-0,08	-	-0,2	-0,3	-
NAWM	-0,1	-0,1	-	-0,2	-0,3	-	-0,8	-0,8	-	-0,2	-0,1	-
FIMOD	-0,16	-0,18	-0,23	-0,11	-0,05	-0,02	-0,6	-0,4	-0,3	-	-	-
GIMF_USA	-0,25	-0,3	-0,15	-0,35	-0,3	-0,1	-1,1	-0,9	0,1	-0,8	-0,7	0,05
GIMF_Cseh	-0,13	-0,32	-0,43	-0,12	-0,17	-0,13	-0,4	-0,25	-0,1	-0,23	-0,21	-0,13
FPM	-0,25	-0,34	-0,42	-0,21	-0,2	-0,17	-0,53	-0,39	-0,3	-0,23	-0,04	0,08

Intézkedésenként összevetve a növekedési hatásokat azt látjuk, hogy az első évben a kormányzati kiadási sokk esetén a legnagyobb a növekedési visszaesés mértéke. A DSGE-modellek esetében a harmadik évben azonban már megfordul a sorrend, és a torzító adók növelése jár együtt a legkedvezőtlenebb kibocsátási szinttel. Az intézkedéseknek eltérő a hatásmechanizmusa.

- A kormányzati kiadások, transzferek mérséklődése azonnal visszaveti az aggregált keresletet, de ez a hatás később oldódik, hisz a kiadások mérséklődésével csökken a kormányzat finanszírozási igénye, ami a kockázati prémium mérséklődésével a nominális kamatláb csökkentésére is lehetőséget teremt. A megszűnő kiszorítási hatás és mérséklődő nominális kamatláb eredményeképp kap erőre a belföldi kereslet.
- A munkát terhelő adók emelésénél fellépő hatásmechanizmus kulcseleme, hogy az adó miatt a munka fogyasztási jószágban mért hozama csökken. Ennek eredményeképp csökken a munkakínálat, nőnek a termelési költségek, végső soron a kínálat is mérséklődik.
- Az áfaemelés hatásmechanizmusa hasonló, de itt a kibocsátásra gyakorolt negatív hatás mérsékeltebb, mivel a

fogyasztási cikkekkel szemben a tőkejóságokat nem terheli az új adó, így nő a termelés tőkeintenzitása.

Összefoglalva elmondhatjuk, hogy az MNB jelenlegi eszköztára hasonló képet ad a fiskális multiplikátorokról, mint a hasonló típusú, kis nyitott gazdaságra kalibrált modellek. Az FPM-, ill. DELPHI-modellek multiplikátorai jól illeszkednek a saját kategóriájuk modelljeinek multiplikátorai közé. Az FPM-modellünkkel kapott eredmények a – hozzánk leginkább hasonló struktúrájú, kis nyitott gazdaságra – Csehországra kalibrált GMF-modell eredményeihez esnek a legközelebb.

Ugyanakkor a két modell elég széles sávot jelöl ki a feltételezhető hatások nagyságrendjére, ami döntő mértékben abból adódik, hogy a gazdaság szereplői mennyire előre tekintők, milyen gyorsan tudnak alkalmazkodni, és milyen mértékben veszik figyelembe a kormányzat jövőbeli kisebb finanszírozási igényét a mai döntéseiknél. A jelen gazdasági helyzetben úgy ítéljük meg, hogy az előre tekintő, fogyasztást simító viselkedés a szokásosnál erősebb korlátokba ütközik. A magas munkanélküliség és a bankok visszafogott hitelkínálata egyaránt a likviditási korlátok erősödése irányába mutat,<sup>25</sup> ami a közvetlen keresleti hatások nagyobb mértékű érvényesülését okozza.

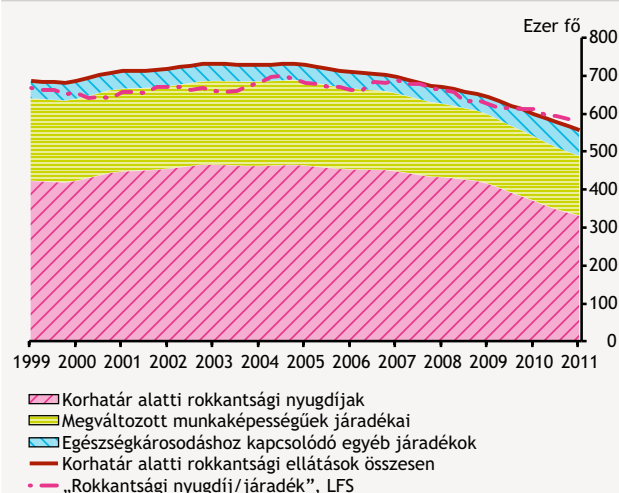
Az aktuális jelentésben bemutatott előrejelzésben a fent bemutatottnál sokkal részletesebb bontásban, intézkedésenként értékeltük az egyes intézkedések hatását, melyek nagyságrendje többnyire a két modellünk által meghatározott sávon belül helyezkedik el.

<sup>25</sup> Lásd pl. BOUTHEVILLAIN, C.–G. DUFRÉNOT (2010): Fiscal multipliers in times of crisis and non-crisis: are they different? The French case. *Working Paper*, No. 286, Banque de France.

## 6.2. A rokkantnyugdíjasok elhelyezkedési esélyei

6-1. ábra

A rokkantnyugdíjas-ellátásban részt vevők számának alakulása



Forrás: ONYF, munkaerő-felmérés.

Magyarországon a rokkantsági ellátásban részesülők munkaképes korú népességhez viszonyított aránya a legfrissebb, 2006-ról rendelkezésre álló OECD-adatok szerint nemzetközi összehasonlításban kiemelkedően magas, közel 10 százalékos volt. Az elmúlt évek kormányzati intézkedési következtében a korengedményes rokkantnyugdíjasok száma mintegy százezer fővel csökkent, így a fenti arány 8 százalék közelébe mérséklődött. A rokkantnyugdíjazás felülvizsgálata, illetve további szigorítása a jelenlegi kormány tervei szerint nagyjából kétszázezer főt érinthet, aminek hatására a következő években a rokkantnyugdíjasok aránya az EU-átlagánál is némileg alacsonyabb lehet.

Az aktivitási ráta közel másfél éve megfigyelhető növekedése mögött több tényező mellett a rokkantnyugdíjazás feltételeinek szigorítása (az elbírálások szigorításai, valamint a 2008-tól életbe lépő rehabilitációs program) állhat. A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulásáról kialakított középtávú képünket érdemben befolyásolhatja, hogy a rokkantellátásban tervezett további szigorítások milyen mértékben növelhetik az aktivitást, és mennyien lehetnek ezen az időtávon potenciálisan foglalkoztatottak. Jelen írásunkban a múltbeli tapasztalatok alapján próbáljuk felmérni a munkapiacra visszaterelt rokkantnyugdíjasok elhelyezkedési esélyeit.

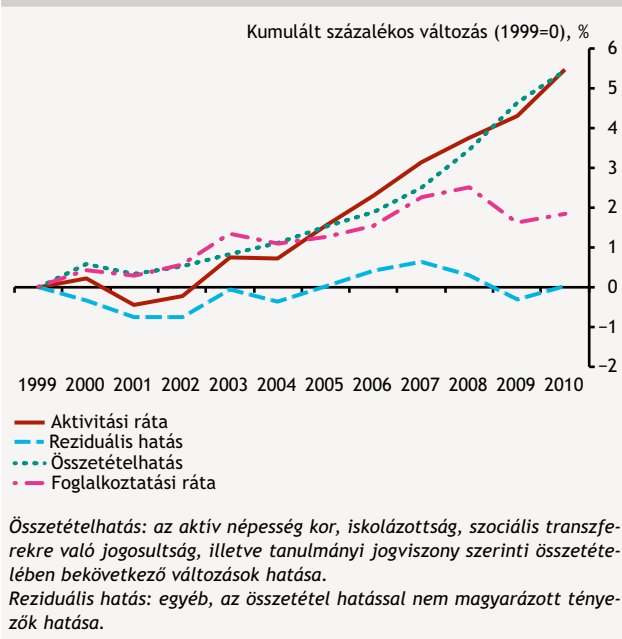
A kérdést a Kátay–Nobilis (2009) tanulmányában<sup>26</sup> bemutatott dekompozíciós módszer segítségével vizsgálhatjuk. Az aktivitási ráta változását jelentős részben a népesség összetételében bekövetkező változás okozza. E módszer az összetétel változását néhány jól azonosítható tényezőre vezeti vissza, mint például a népesség kor szerinti összetételének változása, vagy a korcsoportok átlagos iskolázottságának változása.

Ahhoz, hogy a rokkantnyugdíjazás felülvizsgálatának hatásait kimutathassuk, a 40–54 éves korcsoportra szűkített mintát vettük alapul, mivel e korcsoportot a nyugdíjkorhatár változása nem érintette, és vélhetően az aktivitás változását meghatározó egyéb tényezők (demográfia, tanul-

<sup>26</sup> KÁTAY, G.–B. NOBILIS (2009): Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary. *MNB Working Papers*, 2009/5.

6-2. ábra

Az aktivitási ráta alakulása és főbb tényezői a 40-54 éves korcsoportban



mányok, iskolázottság, egyéb transzferek) sem befolyásolhatták érdemben.

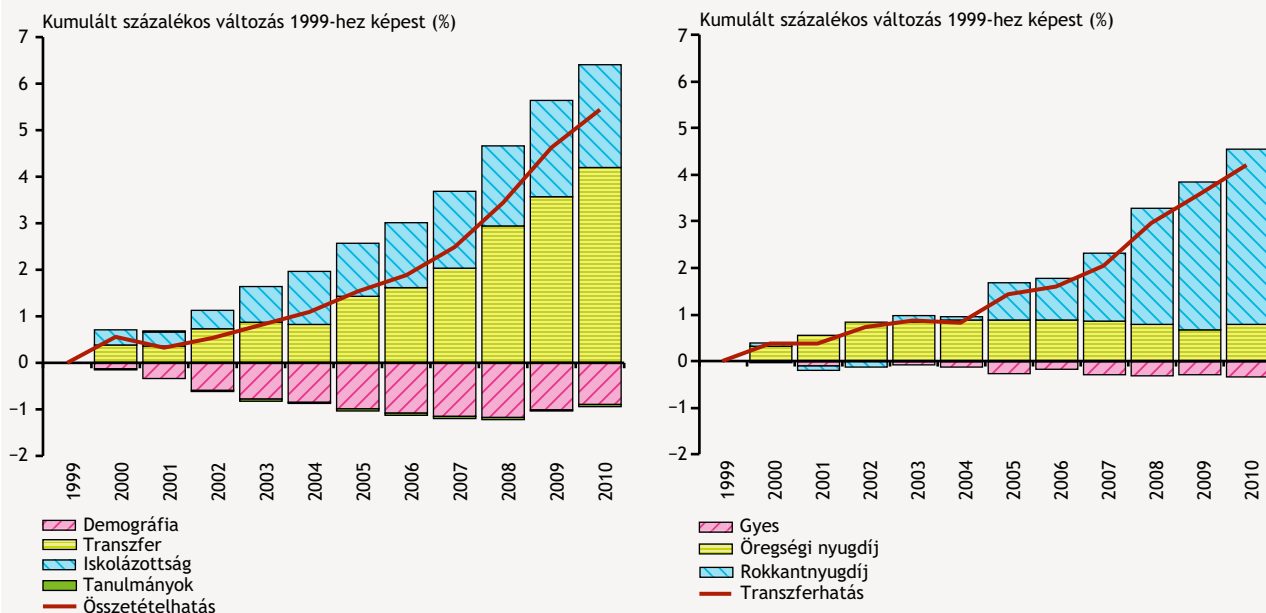
A korcsoport aktivitási rátája a 2000-es években markánsan nőtt (6-2. ábra). Ez szinte teljes egészében a csoport összetételének változására vezethető vissza. Ugyanakkor az is megállapítható, hogy ez az aktivitásbővülés nem járt a foglalkoztatási ráta azonos ütemű növekedésével.

Milyen tényezők okozták a csoport összetételének változását?

- A korösszetétel változása csökkentette az aktivitást (a 2000-es években nagyobb létszámú évjáratok érték el a nyugdíjkorhatárt, mint amekkorák elérték a 40 éves kort).
- Ezt ellensúlyozta, hogy a 40 éves kort betöltő generációk átlagos iskolázottsága javult, ami jellemzően nagyobb munkapiaci aktivitással jár.
- A legnagyobb változást az okozta, hogy a szociális transzferek szigorodása miatt egyre többen kényszerültek aktív álláskeresésre (6-3. ábra bal panel). E szigorítások kisebb részben az öregségi nyugdíjkorhatár emeléséből fakadtak, nagyobb részben pedig a rokkant-nyugdíjazási feltételek szigorításából adódtak (6-3. ábra jobb panel).

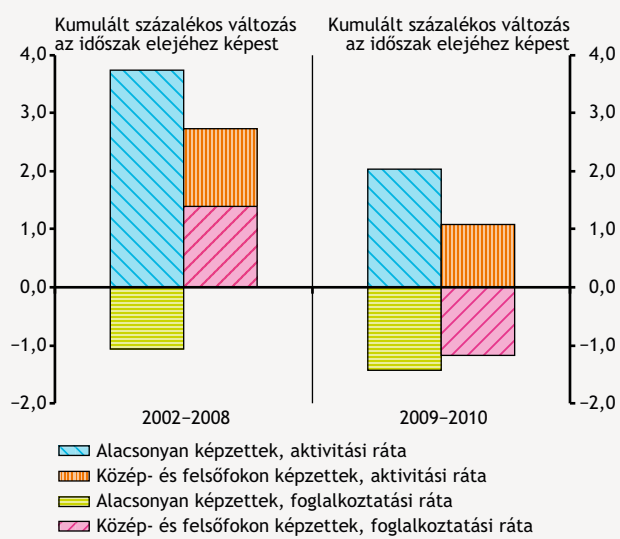
6-3. ábra

A teljes összetétel- és a transzferhatás dekompozíciója



Transzferhatás: a szociális juttatásokra való jogosultság szigorításának hatása.

**6-4. ábra**  
A különböző képzettségi csoportok aktivitási és foglalkoztatási rátájának alakulása a 40–54 éves korcsoportban

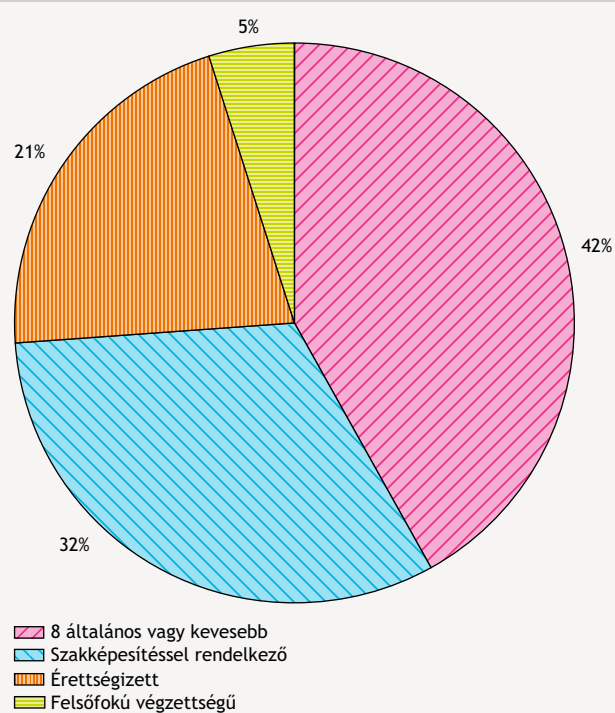


Mindebből az következik, hogy a korcsoport növekvő aktivitása zömmel a munkapiacra visszaterelt rokkantnyugdíjasoknak köszönhető.

Ha a 40–54 éves korcsoport aktivitásának változását képzettség szerinti bontásban vizsgáljuk, az látható, hogy a közepesen és magasan képzettek aktivitásbővülése együtt járt a foglalkoztatási rátájuk bővülésével (magasabb termelékenységüknek köszönhetően el tudtak helyezkedni). Érdeemes megjegyezni, hogy 2002 után a foglalkoztatási ráta növekedése mintegy fele volt az aktivitás bővülésének. Azaz átlagosan minden második aktívra váló egyén tudott foglalkoztatottként is elhelyezkedni. Ezzel szemben az alacsonyan képzettek foglalkoztatási rátája az aktivitás bővülésével egyidejűleg változatlan maradt, illetve a válság alatt jelentősen csökkent (6-4. ábra), azaz a képzettség alapvetően befolyásolta a munkapiaci elhelyezkedési esélyeket.

A munkaerő-felmérés 2010-es adatai alapján a rokkantnyugdíjban részesülők állományának megközelítőleg 40 százaléka tekinthető alacsonyan képzettnek (legfeljebb 8 általános iskolai osztályt végzettek, 6-5. ábra). E megoszlás alapján már következtethetünk a rokkantnyugdíjazás szigorításának foglalkoztatási hatásaira. A munkaerő-felmérés adatai szerint a jelenlegi korhatár alatti rokkantnyugdíjasok mintegy 15 százaléka dolgozik, vagyis most is aktív foglalkoztatott. Az ő esetükben addicionális munkakínálati hatással nem számolunk, jövedelmük viszont a nyugdíjak összegével csökken. A többi, munkapiacra visszaterelt rokkantnyugdíjas fokozatosan növeli az aktivitási rátát, rövid távon azonban várhatóan munkanélküliek lesznek, mivel a recesszióból kilábaló gazdaságban a munkaerő-kereslet csak lassan bővül. A fenti eredmények alapján a csoport 40 százalékát kitevő alacsony képzettségűek várhatóan kevésbé járulnak hozzá a versenyszféra potenciális foglalkoztatásának bővüléséhez. Jelentősebb részüket a közmunkaprogramok keretében foglalkoztathatják, míg egy kisebb, de nem elhanyagolható részük a tartós munkanélküliséget növelheti. A csoport 60 százalékát kitevő képzettebb csoport elhelyezkedési esélyei nagyjából megegyeznek a már korábban is aktív munkanélküliek esélyeivel, így körülbelül felük középtávon állást találhat.

**6-5. ábra**  
A rokkantnyugdíjban részesülők megoszlása legmagasabb iskolai végzettség szerint



Forrás: munkaerő-felmérés, súlyozott adatok.

Mindezek eredőjeként előrejelzésünkben egy felülvizsgálat nélküli scenárióhoz képest magasabb aktivitási rátával és magasabb munkanélküliségi rátával számolhatunk. A munkanélküliség természetes rátája (NAIRU) a potenciális növekedés fokozatos helyreállításával már mérséklődne 2012-től, azonban az újonnan beáramló képzetlen aktívak ezt egyelőre nem teszik lehetővé. A foglalkoztatás bővülése először a közmunkaprogramokon keresztül az állami szférában jelentkezik, majd – a növekvő munkakínálat reálbér-növekedést

mérséklő hatására – a versenyszféra létszáma is dinamikusabban emelkedhet.

Fontos azonban azt is megjegyezni, hogy fenti következtéseket múltbeli tapasztalatokból vontuk le. A válság több olyan ponton is érintette a munkapiacot, amely ezeket az eredményeket befolyásolhatja. A munkanélküliek elhelyezkedési esélyei érdemben romlottak, jelentős részük hosszú távú munkanélkülivé vált, erodálva ezzel készségeit és képességeit. A vállalatok a válság során jellemzően az alacsonyabb termelékenységű munkavállalókat bocsátották el, és feltehetően a magasabb termelékenységű munkavállalókat hagyták meg, illetve kezdték el felvenni a kilábalással egyidejűleg. Az újonnan munkapiacra kerülők elhelyezkedési esélyeit ez tovább ronthatja. Ugyanakkor megfelelő munkapiaci programokkal, képzéssel a munkaerőpiactól hosszú ideje távol lévők egyéni szintű termelékenysége, ezáltal pedig elhelyezkedési esélyeik is javíthatók.

# 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
<b>2003. május</b>	
Az alap-előrejelzés feltevései	20
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
<b>2003. augusztus</b>	
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
<b>2003. november</b>	
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
<b>2004. február</b>	
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
<b>2004. május</b>	
Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata	26
A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamat egyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96
<b>2004. augusztus</b>	
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 világpiacon alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83
<b>2004. november</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	42
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74

Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítetténél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkialakulása 2004-ben?	76
<b>2005. február</b>	
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
<b>2005. május</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos 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
<b>2005. augusztus</b>	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
<b>2005. november</b>	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revizió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
<b>2006. május</b>	
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
<b>2006. augusztus (csak elektronikus formában jelent meg)</b>	
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 feltevéseink változásának hatása előrejelzésünkre	30

**2007. november**

Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	68

**2008. február** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
Alapfeltevéseink változása	22

**2008. május**

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

**2008. augusztus** *(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-moddal	28

Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
<b>2008. november</b>	
Alapfeltevéseink	32
<b>2009. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34
<b>2009. május</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	57
<b>2009. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése	24
Előrejelzésünk alapfeltevései	41
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata	43
<b>2009. november</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzetgazdasági készletek alakulásáról	20
Trendinflációs mutatók	25
Alapfeltevéseink változása	43
Mutatók a kapacitáskihasználtság mérésére	46
Az OÉT-bérajánlások orientáló szerepe	50
Az előrejelzésünk változásának főbb mozgatórugói	60
A fizetés mérlegben történt revíziók hatása	65
<b>2010. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre	17
Nemzetiszámla-revíziók	22
Munkaerő-tartalékolás a válság idején	26
Alapfeltevéseink változása	45
A súlyváltás hatása az éves inflációra	50
<b>2010. június</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az euro effektív árfolyamának lehetséges hatásai a hazai konjunktúrára	16
A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének fontosabb meghatározó tényezői a válság időszakában	21
A nyugdíjpénztári szabályozásváltozás hatása a lakosság és az államháztartás pénzügyi pozíciójára	25
Az előrejelzésünkben használt új makroökonometriai modell (DELPHI)	45
Alapfeltevéseink változása	46
Revíziók a magyar gazdaság potenciális növekedésének előrejelzési horizontunkon várható alakulásában	48
Az alkalmazott olajárfeltevésünk előrejelzési tulajdonságai	55
<b>2010. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai költségvetési konszolidációs lépések várható hatásai külkereskedelmi partnereink növekedésére	16
Mi állhat a feldolgozóipari bérek év eleji gyorsulása mögött?	25
Alapfeltevéseink változása	43
A 29 pontos kormányzati intézkedéscsomag hatásai előrejelzésünkben	45
Az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatása	47
A kormányzati intézkedéscsomag elszámolása, előrejelzési szabályaink	60
Aktuális előrejelzésünk összehasonlítása a 2010-es költségvetési törvénnyel és 2010. májusi prognózisunkkal	64

**2010. november** *(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 autóiipari beruházások növekedési hatásának becslése	42
Az elfogadott személyi jövedelemadózást érintő intézkedések hatása a lakossági jövedelmekre és a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésére	44
A bejelentett kormányzati intézkedések potenciális GDP-re gyakorolt hatása	46
A szektorspecifikus különadók rövid távú makrogazdasági hatásai	54
Összehasonlítás a költségvetési törvényjavaslattal	67
A magán-nyugdíjpénztári átlépők vagyongatásához 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

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

A lakossági energia szabályozásának hatása a fogyasztóiár-indexre	15
Az Otthonvédelmi akcióterv árfolyam-rögzítési programpontjának hatása a háztartási viselkedésre	18

# 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 GYÖZŐ–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–BENCZÜR 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 devizaswappok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata

**MT 91.** BAUER PÉTER (2011): Inflációs trendmutatók

**MT 92.** P. KISS GÁBOR (2011): Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből

## MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2010 (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, GYÓZŐ–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 cyclicity 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–MÓNKA 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.** BENCZÜR, 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 BENCZÜR–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: Minimum wage and tax evasion: theory and evidence
- WP 2009/3.** FRÖMMEI, 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
- WP 2011/2.** NASZÓDI, ANNA: Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data
- WP 2011/3.** NASZÓDI, ANNA: Beating the Random Walk in Central and Eastern Europe by Survey Forecasts
- WP 2011/4.** CAMPOLMI, ALESSI–STEFANO GNOCCHI: Labor Market Participation, Unemployment and Monetary Policy
- WP 2011/5.** CAMPOLMI, ALESSIA–ESTER FAIA–ROLAND WINKLER: Fiscal Calculus in a New Keynesian Model with Labor Market Frictions



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2011. június

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

