JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2011. december

MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2011. december

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

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Csajbók Attila, Fábián Gergely, Fehér Csaba, Felcser Dániel, Gábriel Péter, Gyöngyösi Győző, Hevesi Nóra, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Hudák Emese, Kaponya Éva, Jeney Johanna, Kékesi Zsuzsa, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Kocsis Zalán, Koroknai Péter, Kovács Mihály András, Köber Csaba, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, P. Kiss Gábor, Rácz Olivér Miklós, Schindler István, Soós Gábor D., Szabó Lajos, Szigel Gábor, Szilágyi Eszter, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Szűcs Péter, Varga Lóránt, Várhegyi Judit, Várnai Tímea, Vásáry Zoltán, Világi Balázs, Vonnák Balázs.

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

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

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

Tartalom

Összefoglaló 7

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások 12

1.1. Inflációs előrejelzésünk 13

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk 16

1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk 19

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre 24

3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók 27

3.1. Hazai pénzpiaci folyamatok 27

3.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói 30

4. Makrogazdasági helyzetértékelés 33

4.1. Nemzetközi környezet 33

4.2. Aggregált kereslet 38

4.3. Termelés és potenciális kibocsátás 43

4.4. Foglalkoztatás és munkapiac 46

4.5. A gazdaság ciklikus pozíciója 48

4.6. Költségek és infláció 49

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója 53

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás 53

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra 58

5.3. Költségvetési folyamatok 61

5.4. Az államadósság várható alakulása 67

6. Kiemelt témák 68

6.1. A kormányzat és a Bankszövetség között 2011. december 15-én létrejött megállapodás lehetséges makrogazdasági hatásai 68

7. Technikai melléklet: A 2012. évi éves átlagos fogyasztóiár-index felbontása 77

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011 78

Függelék 85

Összefoglaló

A monetáris politika a kiszámítható gazdasági és pénzügyi környezet kialakulását némileg tovább emelkedő kamatpályával tudja segíteni

A magyar gazdaság helyzetét az elkövetkező időszakban egyszerre nehezíti az európai adósságválság mélyülése és a költségvetés kiigazítási kényszere. Tovább rontja a növekedési kilátásokat, hogy a kockázati megítélés romlása következtében az árfolyam jelentősen gyengült a megelőző negyedévhez képest, ami a gazdasági szereplőket erősödő mérlegkiigazításra, a bankszektort a hitelkínálat szűkítésére készteti. Az előrejelzés alappályája szerint a jegybank az elkövetkező negyedévben némileg tovább szigorítja a monetáris kondíciókat. A magasabb kamatpálya segíti a hosszabb távú árstabilitás elérést és a pénzügyi stabilitás megőrzését.

Az európai adósságválság mélyülése és a magyar államháztartás fenntarthatóságának biztosítása együttesen stagnálás közeli gazdasági helyzetet okoz 2012-ben, 2013-ban lassú növekedés valószínű

A harmadik negyedévben ismét élénkült a gazdasági növekedés. A gazdaság motorja továbbra is a külső kereslet volt, miközben a belföldi felhasználási tételek visszafogottan alakultak. A lakossági fogyasztás alakulásában a költségvetés lazítása alig volt tetten érhető, a háztartások a többletjövedelmeiket megtakarításra és a hiteleik törlesztésére fordították. Eközben a felhalmozás alakulásában markáns kettőség volt megfigyelhető: a gépberuházások érdemben nőttek, az épületberuházások drasztikusan csökkentek. A nemzetközi konjunktúra lendülete az utolsó negyedévben mérséklődött, így 2011 végére a hazai növekedési lehetőségek is szűkültek.

A hazai gazdasági környezet az elkövetkező években várhatóan igen kedvezőtlenül alakul. Egyrészt az európai adósságválság mélyülése miatt legfontosabb felvevőpiacaink növekedési kilátásai a korábbiaknál jóval kedvezőtlenebbül alakulnak. Másrészt, az európai bankrendszer finanszírozási problémáinak erősödése nehezíti és drágítja a hazai bankok forráshoz jutását. Végül a növekedési kilátások romlása többletkiigazításra kényszeríti a költségvetést.

A globális növekedés lassulása a hazai export dinamikáját is visszafogja. Ennek hatását az új, nagy volumenű feldolgozóipari beruházások termelésének fokozatos beindulása részben ellensúlyozhatja. Emellett azonban a tovább szigorodó lakossági és vállalati hitelkörnyezet, az elmúlt időszakban számottevően gyengülő árfolyam, a magánszektor elhúzódó mérlegalkalmazkodása és a költségvetés korrekciója egyaránt a vártnál gyengébb belső keresletet vetít előre. A fenti tényezők következtében a jövő évben stagnálás közeli GDP-alakulás várható, míg 2013-ban visszafogott növekedést prognosztizálunk. A gazdaság kibocsátása csak lassan közelíti meg potenciális szintjét, így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad.

Az európai adósságválság mellett országspecifikus tényezők is rontották a hazai gazdaság pénzpiaci megítélését, ám az alappályában a kockázati felárak lassú javulását tételezzük fel

A magyar gazdaság kockázati megítélése számottevően romlott szeptember óta. A hazai mutatók kedvezőtlen irányú elmozdulásának hátterében részben globális, illetve európai tényezők álltak. Ugyanakkor a mutatók alakulásában jelentős ingadozással, de a hazai eseményeknek is meghatározó szerepe volt. Érdemi piacmozgató hatású kedvezőtlen fejlemény volt a végtörlesztésről szóló törvény elfogadása, majd a szuverén hitelminősítői besorolás romlása.

Ezek ellen hatott ugyanakkor az IMF-tárgyalások megkezdési szándékára vonatkozó kormányzati bejelentés. Az időszak egészében összességében emelkedtek a kockázati feláraink, gyengült a forint és emelkedtek a hozamok. Az állampapírpiacon a feszültségek a gyengébb aukciós keresletben és a csökkenő külföldi állományokban is megmutatkoztak, az FX-swappiacon a táguló felárak és a külföldiek emelkedő nettó devizakihelyező pozíciója a hazai bankrendszer növekvő devizaigényére utalt.

Előrejelzésünkben a historikusan magas országkockázati felárak rövid távú fennmaradásával, majd fokozatos csökkenésével számolunk.

Szigorodó hitelfeltételek, további banki mérlegalkalmazkodás, csökkenő hitelállomány várható

Bár a vállalati szegmensben a kamatfelárak 2010 második féléve óta stagnálnak, a bankszektor egyre inkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrált, a nem ár-jellegű feltételek pedig szigorodtak. A háztartási szegmens kamatkondíciói érdemben nem változtak 2011 harmadik negyedévében, a hitelezési felmérés alapján ugyanakkor a bankok széles köre tervezi a kamatkondíciók szigorítását az elkövetkező negyedévekben. A romló tőkehelyzet és a dráguló külső finanszírozás miatt folytatódott a bankszektor mérlegalkalmazkodása, a hitelállomány a vállalati és a lakossági szegmensben egyaránt csökkent.

Előrejelzésünk alappályájában azzal számolunk, hogy a bankszektor számára kedvezőtlen külső és belső feltételek csak igen lassan javulnak, így a szektor mérlegkiigazítása az előrejelzési horizont végéig folytatódik, mind a vállalati, mind a lakossági hitelállomány további csökkenését tételezzük fel.

A kormányzati intézkedések következtében ellentmondásos tendenciák várhatóak a munkapiacon, a bérdinamika a minimálbér emelés átmeneti hatásán túlmenően visszafogott marad

A növekedési kilátások újbóli romlásával párhuzamosan 2011 közepén megállt a nemzetgazdasági foglalkoztatás elmúlt negyedévekben megfigyelt lassú bővülése. Az állami szektorban dolgozók száma stagnált, miközben a versenyszféra munkaerő iránti keresletében már csökkenést lehetett érzékelni. Emellett lassult a versenyszféra bérnövekedése, amit a bővülő aktivitás mellett a romló külső konjunktúra és a visszaeső belföldi kereslet indokolt.

Munkaerő-piaci előrejelzésünket leginkább a kormányzati intézkedések és a romló növekedési kilátások alakítják. A kormányzat munkapiaci aktivitást bővítő intézkedései miatt folytatódhat annak emelkedése, a munkaerőkereslet azonban igen visszafogottan alakulhat a gyenge konjunktúrakilátások miatt. Mindezek eredőjeként tartósan laza munkapiaci környezettel számolunk, a munkanélküliségi ráta némileg a jelenlegi szint fölé emelkedhet. A 2012-től effektív, jelentős mértékű minimálbér-emelés a bérdinamika átmeneti gyorsulását okozhatja, 2013-ra azonban a bérezés ismét visszafogottan alakulhat.

Az inflációt az elkövetkező évben kormányzati intézkedések és költségsokkok tartják magasan, 2013-ra azonban a gyenge keresleti környezet hatása válik meghatározóvá, így az inflációs cél 2013 első félévében elérhető

A nyári hónapokat követően számottevően emelkedett az infláció, mivel a kedvezőtlen keresleti környezet csak mérsékelni tudta a magas nyersanyagárak és a gyenge árfolyam áremelő hatását. A korábbi negyedévek magas nyersanyagárainak hatása – az üzemanyagárak emelkedésén túlmenően – a fogyasztási cikkek egyre szélesebb körében volt érzékelhető, a szolgáltatások áralakulása azonban továbbra is igen visszafogott maradt.

Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztóár-index jövőre 5%-körül alakulhat, 2013 első felében azonban gyorsan csökkenve elérheti a 3 százalékos célt. 2012-ben a fogyasztóiár-indexet az életbe lépő indirektadó- és szabályozott-

ár-emelések, illetve a forint árfolyamának nyár vége óta bekövetkezett számottevő gyengülésének költségemelő hatása tartja magasan. Az indirektadó-emelések hatásának kiesésével a gyenge keresleti környezet hatása válhat meghatározóvá, így az árindex gyorsan mérséklődhet.

2011-ben a költségvetés jelentősen élénkítette az aggregált keresletet, az elkövetkező két évben azonban a GDP 3 százalékának megfelelő kereslet szűkítéssel számolunk

2011-ben a költségvetési folyamatok jelentős, a GDP közel két és fél százalékát elérő keresletélénkítést eredményeztek, elsősorban a jövedelemadók csökkentésének hatására. 2012-ben a költségvetési törvényjavaslat, illetve a költségvetést megalapozó intézkedéssorozat révén várakozásaink szerint közel három százalékpontos költségvetésikereslet-visszafogásra kerülhet sor. 2013-ban az eddig megismert intézkedések hatására további kismértékű keresletszűkítéssel számolunk.

A gazdaság finanszírozási képessége tovább emelkedhet a költségvetési kiigazítás és az óvatos vállalati viselkedés miatt

Az előrejelzési horizonton folytatódhat a külső egyensúly erőteljes javulása, számításunk szerint a külső egyensúlyi többlet 2012-ben a GDP több mint 2 százalékával emelkedhet, amit 2013-ban további enyhe javulás követhet. Miközben a lakosság megtakarítási hajlandóságának vonatkozásában a jelenlegi szint fennmaradásával számolunk, a költségvetési kiigazítás és a vállalati szektor beruházási aktivitásának további mérsékelt alakulása a külső pozíció további emelkedését okozza.

Az európai adósságválság mélyülése esetén a gazdaság stabilitásának biztosításához további fokozatos, de erőteljes kamatemelések szükségesek

Az előrejelzés alappályáját jelentős bizonytalanság övezi. Ezek közül a Monetáris Tanács megítélése szerint az európai adósságválság esetleges további mélyülése jelenti az egyik legfontosabb kockázatot. Egy ilyen szcenárió bekövetkezése esetén a magyar gazdaság az elkövetkező két évben az alappályában bemutatotthoz képest jelentősen eltérő pályán haladhat.

Az európai bankrendszer tőkehelyzetének meggyengülése és az üzleti bizalom romlása a magyar gazdaságot több csatornán érinti. Egyrészt, felvevőpiacaink kereslete a magyar termékek iránt jelentősen csökken, az euroövezet jövőre recesszióba süllyed. Másrészt, a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése emeli a magyar eszközök kockázati prémiumát, nehezíti a hazai gazdasági szereplők forráshoz jutását.

Egy ilyen helyzetben a magyar gazdaság a külső konjunktúra romlásán túlmenően a hazai bankrendszer, a háztartások és a vállalatok mérlegalkalmazkodása miatt az övezeti átlagnál erőteljesebben eshet vissza. Ekkor a monetáris politika a kamatok fokozatos, de erőteljes emelésével képes stabilizálni a gazdaság helyzetét. A kockázati felárak emelkedésének határozott lekövetése szükséges ahhoz, hogy elkerüljük az árfolyam gyors gyengülését, ami a gazdasági szereplők gyorsuló mérlegkiigazítási kényszerét és a bankszektor tőkehelyzetének romlását eredményezné.

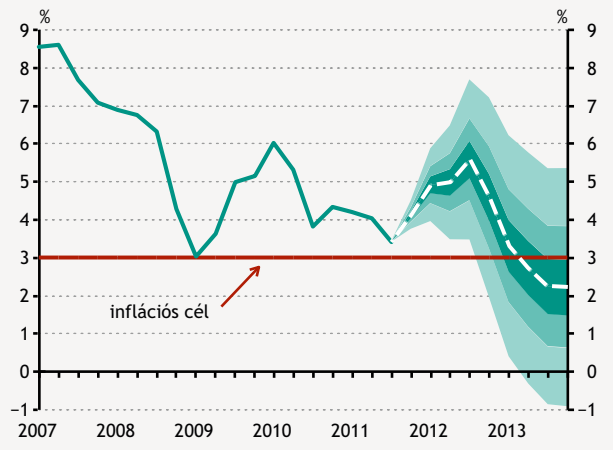
A kamatszint a nemzetközi környezet javulása esetén mérséklődhet

A Tanács a nemzetközi környezet alakulásával kapcsolatban, a jelenleginél kedvezőbb helyzet kialakulására is lát esélyt. Amennyiben az európai döntéshozók az elkövetkező negyedévben gyors és határozott lépéseket tesznek az adósságválság rendezésére, a globális kockázatvállalási hajlandóság erősödhet, a nemzetközi konjunktúra javulhat, ami a hazai gazdaságra is kedvező hatást gyakorolhat. Egy ilyen helyzetben a gazdaság 2012-ben is bővülhet. Az országkockázati felárak csökkenése a jelenlegi kamat szinten tartását, majd óvatos csökkenését teszi lehetővé.

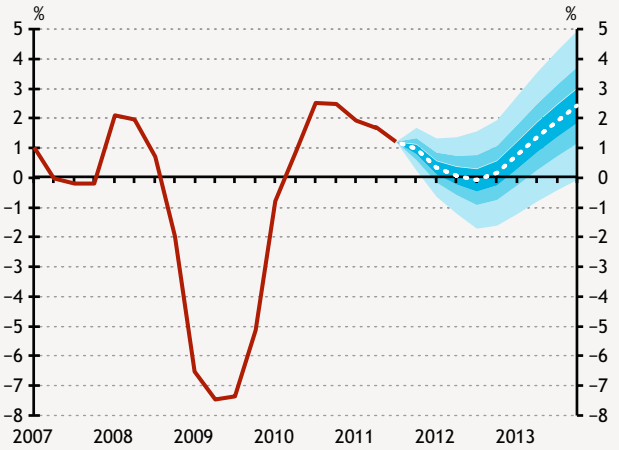
Amennyiben a gazdaság kínálati kapacitása az alappályában feltételezettnél alacsonyabb, a kamat az előrejelzési horizont második felében sem csökkenhet a jelenlegi szint alá

Az előbbiekhez hasonlóan fontos kockázati tényezőnek tartja a Tanács a kibocsátási rés mérésével kapcsolatos bizonytalanságot. A pénzügyi válság kitörése óta beérkezett adatok arra utalnak, hogy a GDP visszaesésével egyidejűleg a gazdaság kapacitásainak szűkülése is erőteljes lehetett. A gazdaság gyors szektorális átalakulása, a keményedő finanszírozási korlátok, az emelkedő csődráták mind a potenciális növekedés mérséklődésének irányába mutatnak. Amennyiben a kínálati kapacitások az alappályában feltételezettnél alacsonyabbak, a gyenge kereslet az általunk feltételezettnél mérsékeltebb dezinflációs hatású lehet. Ekkor a monetáris politika tartósan a jelenlegi szint felett kénytelen az alapkamatot tartani ahhoz, hogy az inflációs cél középtávon elérhető legyen.

Inflációs előrejelzésünk legyezőábrája



GDP-előrejelzésünk legyezőábrája
(szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján)



Az alappálya összefoglaló táblázata
(előrejelzéseink endogén kamatpálya feltételezése mellett készültek)

	2010	2011	2012	2013
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció[1]	3,0	2,8	4,6	2,4
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	1,4	2,5	2,7	2,1
Fogyasztóiár-index	4,9	3,9	5,0	2,6
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP-alapon)[2]	2,7	2,5	0,9	1,9
Háztartások fogyasztási kiadása	−2,1	−0,1	−0,7	0,2
Állóeszköz-felhalmozás	−9,7	−6,3	−1,4	1,9
Belföldi felhasználás	−0,5	−1,5	−1,3	0,2
Export	14,3	9,4	6,3	9,2
Import	12,8	6,6	5,5	8,6
GDP*	1,2	1,4	0,1	1,6
Külső egyensúly				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,1	2,1	3,8	4,5
Külső finanszírozási képesség	2,9	4,2	6,4	7,8
Államháztartás[3]				
ESA-egyenleg	−4,2	4,2	−3,7	−3,9
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset[4]	1,8	4,2	3,6	2,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság[5]	0,0	0,8	2,9	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset[6]	3,2	4,7	7,1	3,8
Versenyszféra foglalkoztatottság[5]	−1,0	1,2	−0,2	0,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség[5,7]	−2,6	5,0	4,9	3,0
Lakossági reáljövedelem[8]	−1,3	1,1	−1,2	−0,1

[1] 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
[2] Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.
[3] A GDP arányában.
[4] Pénzforgalmi szemléletben.
[5] A KSH munkaerő-felmérése szerint.
[6] Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
[7] A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehérített és a prémiumok megváltozott szezonalitásától szűrt bérmutatóval számolódott.
[8] MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonváltozások hatásával.
** Munkanaphatástól szűrt adat.*

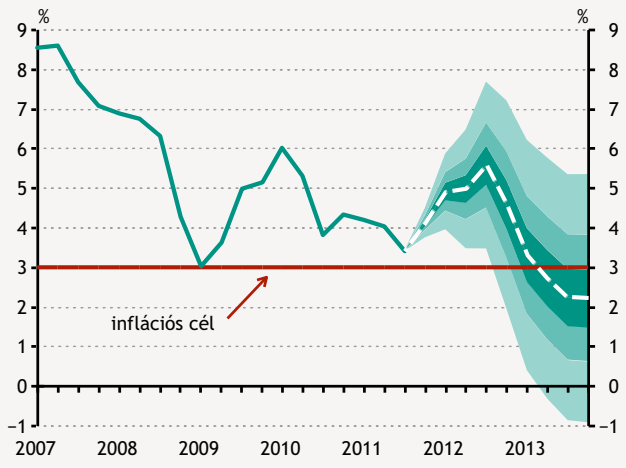
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A következő évben a gazdaság stagnálása várható, és csak 2013-ban indulhat meg a lassú növekedés. A kibocsátás az előrejelzés horizontján mindvégig elmarad potenciális szintjétől. A fogyasztóiár-index 2012-ben az inflációs cél fölött maradhat. Az indirektadó-emelések és az árfolyamgyengülés hatásának kifutása után az alacsony belső kereslet dezinflációs hatása dominál, így előrejelzésünk szerint az inflációs cél 2013 első felében teljesülhet, amihez a jelenleginél magasabb kamatszint szükséges. Az irányadó kamat emelkedését a kedvezőtlenebb inflációs kilátások és a kockázati megítélés romlása indokolja. A szigorodó monetáris kondíció és a tartósan gyenge belső kereslet következtében mérsékelt annak a kockázata, hogy az infláció 2012-es magas szintje miatt az inflációs várakozások tartósan emelkedjenek és másodkörös hatások alakuljanak ki. Az irányadó kamat csökkentésére az előrejelzési horizont második felében akkor kerülhet sor, ha az inflációs folyamatok az előre jelzettnek megfelelően alakulnak, valamint a pénzügyi piacokat övező számottevő bizonytalanság mérséklődik.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

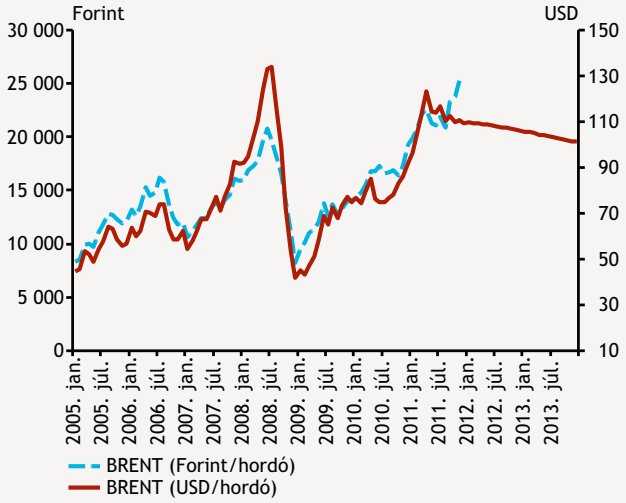
Előrejelzési horizontunkon az inflációt a kormányzati indirektadó-intézkedések, a leértékelődő árfolyam miatt megemelkedett nyersanyagköltségek és a tartósan gyenge keresleti környezet hatásai alakítják. Az idei év végétől fokozatosan hatályba lépő indirektadó-emelések és a gyenge árfolyamszint 2012-ben öt százalék közelében tarthatja az árindexet. A tartósan gyenge keresleti környezetben az adóintézkedések közvetlen inflációs hatásainak kifutásával az árindex gyorsan csökkenhet és előrejelzésünk szerint 2013 első felében elérheti a középtávú inflációs célt.

1-1. ábra
Inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra



A várhatóan tartósan visszafogott keresleti környezet ellenére a rövid távú inflációs kilátások romlottak szeptemberi előrejelzésünkhöz képest. Azonban a tovább szigorodó kamatkondíciók mellett 2013 első felében elérhető lehet az inflációs cél (1-1. ábra). 2012-ben a célt érdemben meghaladó inflációs pálya több tényezőre vezethető vissza. A gyenge árfolyamszint közvetlenül emeli az importtermékek árát. Ennek hatása első körben az üzemanyagok és az idényjellegű élelmiszerek árában, majd 2012 elejétől a maginfláció fokozatos emelkedésében jelentkezhet. A 2012-ben életbe lépő indirektadó-emelések (alkohol, dohány jövedéki adójának emelése, környezetvédelmi termékdíj, népegészségügyi termékadó, baleseti adó, áfa) az infláció további emelkedését okozzák. Ugyanakkor a tartósan gyenge keresleti környezetben a gyengébb árfolyam és a költségsokkok fogyasztói árakban való érvényesítését csak korlátozott mértékben számítunk. Az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó indirektadó-hatásoktól szűrt infláció 2012 egészében 3 százalék körül maradhat.

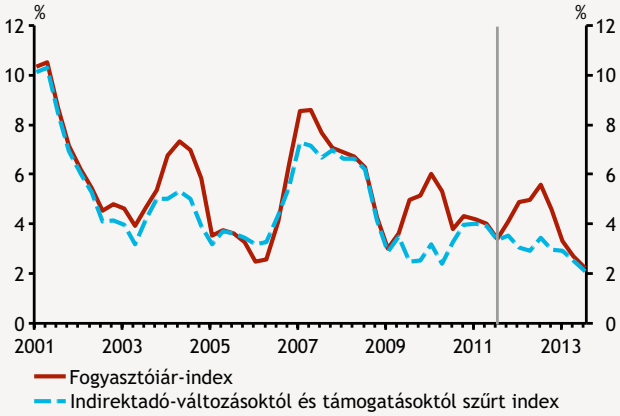
1-2. ábra
Világpiaci olajárfeltevésünk és a forintban számolt olajárak



A tartósan gyenge keresleti környezetben az adóintézkedések közvetlen inflációs hatásainak kifutásával az árindex gyorsan csökken és 2013-ban már a középtávú inflációs céllal összhangban alakulhat.

Középtávon a munkapiacon várható folyamatok is alacsony inflációs nyomást valószínűsítenek. A jövő évi adminisztratív béremelések érdemben emelhetik a bérnövekedés ütemét, ám ezen hatás kifutásával 2013-ban a tartósan magas munkanélküliségi ráta mellett a versenyszférában historikusan is alacsony bérnövekedést valószínűsítünk. A minimálbér-emelés miatt megemelkedő vállalati bérköltségek jelentős részét az állami kompenzáció ellensúlyozza, így a minimálbér-emelés rövid távon feltehetően nem okoz érdemi inflációs hatást. A bérkompenzáció összegének 2013-as csökkenésével párhuzamosan a minimálbér-emelés hatása az inflációban is megjelenhet. Ugyanakkor ez a hatás várakozásaink szerint mindvégig visszafogott maradhat (1-4. ábra).

1-3. ábra
A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk

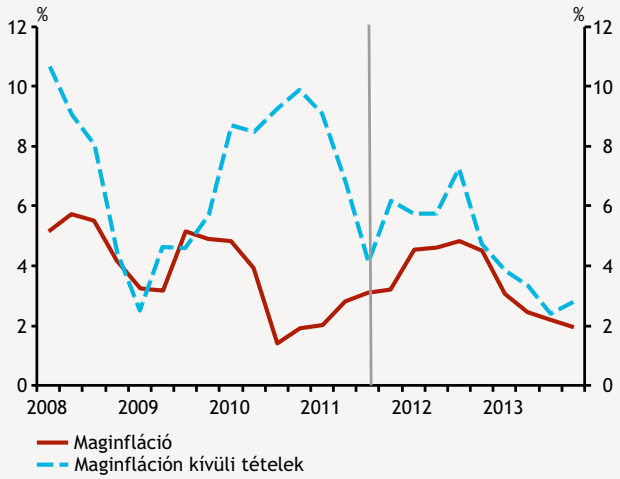


A fogyasztói kosár legfontosabb tételeinek áralakulását – eltekintve az indirektadó változásától – az alábbi folyamatok jellemezhetik: az iparcikkek inflációja a következő negyedévekben emelkedhet, ahogy a gyengébb forint–euro árfolyam hatása a fogyasztói árakban is fokozatosan megjelenik. A gyenge árfolyam áremelő hatását azonban ezen a piacon az általánosnál is visszafogottabb fogyasztási kereslet korlátozza, így az iparcikk infláció 2012 második felétől már csökkenésnek indulhat és az előrejelzési horizont végén 0 százalék közelébe süllyedhet. A piaci szolgáltatások inflációja a jövő év elején a baleseti adó bevezetése és a fogyasztói kosárban nagy súlyt képviselő mobiltelefon-szolgáltatások áremelkedése miatt megugrik, ezt követően a gyenge belső kereslet következtében alacsony, az idei évben tapasztalthoz hasonlóan alacsony szintre süllyedhet. A feldolgozott élelmiszerek esetében a 2011-es – az előző évinél kedvezőbb – terméseredmények miatt csökkenő nyersanyagárak hatása fokozatosan a fogyasztói árakba is beépülhet. Ezt a folyamatot azonban a gyenge árfolyam hatása fékezheti. Az árfolyamhatás kifutásával, 2013-ban a feldolgozott élelmiszerek inflációja a historikus átlagnál alacsonyabb szintre süllyedhet.

Az alkohol- és dohánytermékek inflációját a jövedékiadó-emelések befolyásolják markánsan, a dohány esetében feltételezésünk szerint a teljes előrejelzési horizonton. Arra számítunk, hogy adóintézkedések nélkül a csoport inflációja az inflációs cél alatt alakulhat.

A maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek inflációját a globális nyersanyagárak határozzák meg, így az elmúlt időszakban megfigyelt erőteljes csökkenést követően, a feldolgozatlan élelmiszerek árai rövid távon csak mérsékelten emelkedhetnek. Ezt követően feltevéseink szerint folytatódhat az elmúlt évtizedben megfigyelt trendszerű áremelkedés a csoport árindexében. Az üzemanyagárak a forintban számított olajárakkal összhangban alakulnak. Az olajárpályára alkalmazott, határidős jegyzéseken alapuló feltevésünkkel illetve a monetáris kondíciók várható alakulásával összhangban a jövő év közepétől fokozatosan csökkenő árakra számítunk (1-2. ábra).

1-4. ábra
Előrejelzésünk az éves maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására
(2008–2013)



A szabályozott tételek körében a kormányzati bejelentésekkel összhangban 2012-ben összességében infláció közeli áremelkedésekkel számolunk. A szabályozott energia (gáz, áram, távhő) esetében így jövőre is a nyersanyagköltségek emelkedésétől elmaradó áremelkedések történhetnek. Feltételezésünk szerint a megemelkedett költségekből adódó inflációs nyomás csak időben szétosztva és fokozatosan jelentkezhet 2013-ban. A szabályozott árak közül a távolsági közlekedést érdemes még kiemelni, ahol jövőre az inflációnál lényegesen magasabb emelkedéssel számolunk, ennek oka a fogyasztóiár-kiegészítések csökkentésének fogyasztói árba való feltételezett áthárítása.

1-1. táblázat
Inflációs előrejelzésünk részletei
(éves változás)

		2011	2012	2013
Maginfláció		2,8	4,6	2,4
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,4	7,8	2,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,9	6,8	–0,9
	Szabályozott árú termékek	4,2	4,9	5,0
	Összesen	6,6	5,9	3,1
Fogyasztóiár-index		**3,9**	**5,0**	**2,6**

1-1. keretes írás
Az előrejelzésünk mögötti legfontosabb külső feltevések

Az euroövezet problémáinak mélyülése miatt az elmúlt hónapokban az euro/dollár árfolyam fokozatos gyengülését figyelhettük meg. Előrejelzésünkben az euro/dollár árfolyamot a 2011. decemberi átlagos értéken rögzítettük, így a 2012-es év átlagos árfolyama közel 4 százalékkal lehet alacsonyabb az ideinél. A pénzpiaci hozamokba beárazott információk alapján az Európai Központi Bank a romló kilátások mellett tartósan alacsonyan tarthatja az alapkamatot, így annak emelkedésére a pénzpiaci árazások alapján csak 2013-ban számítunk.

A romló nemzetközi konjunktúrakilátásokkal összhangban a nemzetközi árupiacokon a kereslet és ezzel az árak csökkenésére számítunk. A határidős árakon alapuló feltevésünk szerint előrejelzési horizontunk végéig a világpiaci olajárak esetében 8 százalékos csökkenéssel kalkulálunk. A mezőgazdasági nyersanyagok esetében a globálisan kedvező idei évi termés piacra kerülése rövid távon további korrekciót okozhat. Az előttünk álló mezőgazdasági évben – érdemleges információk hiányában – egyelőre átlagos termésre számítunk. Hazánkban a tavalyinál kedvezőbb terméseredmények a hazai mezőgazdasági termelői árak csökkenését okozták, ugyanakkor a leértékelődő forintárfolyam az importtermékek drágulásán és az exportértékesítések erősödésén keresztül a hazai értékesítési árakat is emelheti. A 2012. évi termelőiár-alakulást a jövő évi terméseredmények még döntően befolyásolhatják. E tekintetben egyelőre kevés információval rendelkezünk, így a 2012–2013-as áralakulásnál az elmúlt évtized trendalakulását vettük figyelembe. Összességében a mezőgazdasági termelői árak szintje átlagosan 3 százalékkal csökkenhet 2011-hez képest. Különösen erős lehet a csökkenés a gabonaárak esetében.

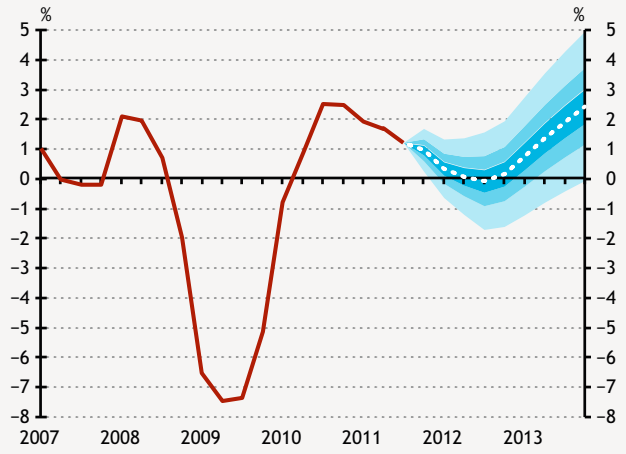
1-2. táblázat
Az előrejelzésben alkalmazott feltevéseink

Pénz- és tőkepiaci információk	**2011. december**			**Éves változás (%)**	
	2011	**2012**	**2013**	**2012**	**2013**
Dollár/euro árfolyam	1,39	1,34	1,34	–3,8	0,0
Eurozóna kamat	1,4	1,1	1,4	–	–
Nyersanyagárak	**2011. december**			**Éves változás (%)**	
	2011	**2012**	**2013**	**2012**	**2013**
Brent olajár (dollár/hordó)	111,2	107,9	103,3	-3,0	–4,3
Mezőgazdasági árak (hazai árak, 2000 = 100)	166,2	160,8	166,7	-3,2	3,7
Gabona (2000 = 100)	222,5	185,5	191,6	-16,6	3,3

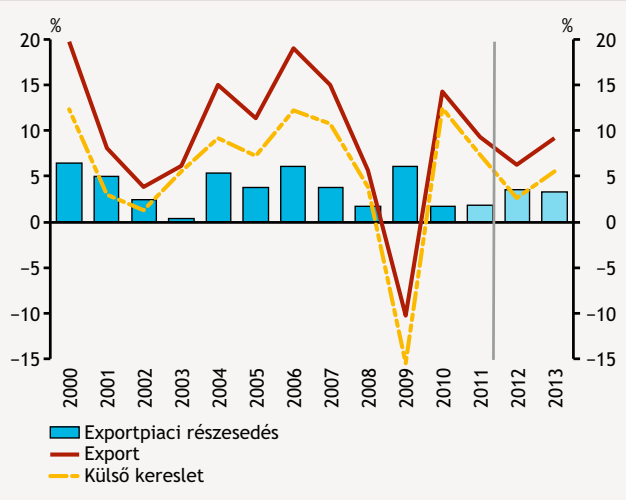
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A magyar gazdaság növekedéséről alkotott képünk fokozatosan romlott az elmúlt negyedévben. A globális növekedés lassulása és az európai bankrendszer elhúzódó problémái kedvezőtlenebb külső környezetet vetítenek előre, ami a hazai export dinamikáját is visszafogja. Ennek hatását az új, nagy volumenű feldolgozóipari beruházások termelésének fokozatos beindulása részben ellensúlyozhatja. Emellett azonban a tovább szigorodó lakossági és vállalati hitelkörnyezet, az elmúlt időszakban számottevően gyengülő árfolyam és a magánszektor elhúzódó mérlegalkalmazkodása egyaránt a vártnál gyengébb gazdasági növekedést vetít előre. A gazdasági kibocsátás csak lassan közelíti meg potenciális szintjét. A kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad.

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



1-6. ábra
Az exportpiaci részesedés alakulása

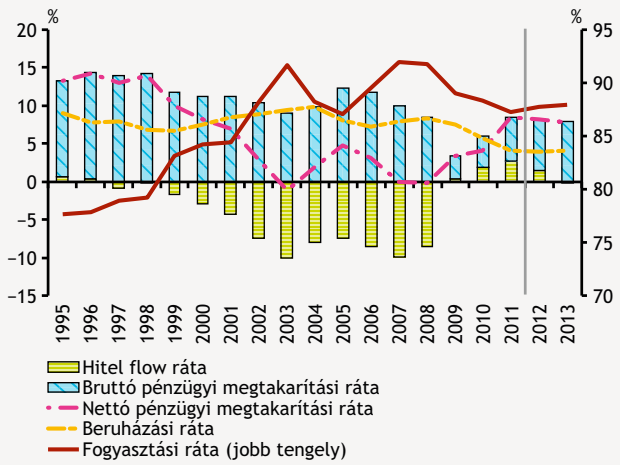


A reálgazdasági előrejelzésünk a gazdasági növekedés számottevő lassulását vetíti előre. Míg idén 1,4%-os növekedést, addig 2012-ben a stagnálást, 2013-ban pedig 1,6%-os bővülést valószínűsítünk (1-5. ábra). A korábbinál gyengébb GDP-előrejelzésünk hátterében elsősorban a kedvezőtlenebb külső kereslet, illetve a fogyasztás és a beruházás további csökkenése miatti gyengébb belső kereslet állnak. Annak ellenére, hogy külső piacaink lassulásával összhangban az export érdemben lassul, a következő két évben továbbra is ez a tétel jelenti majd a – szerény mértékű – hazai növekedés támaszát. A belső kereslet csak 2013-ban járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. A gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól és a kibocsátási rés csak 2012 második felében kezd fokozatosan záródni.

A világgazdaság növekedési kilátásai érdemben romlottak az elmúlt időszakban. Az európai bankrendszer problémái és számos EU-tagállam államadósságának fenntarthatósága érdekében hozott fiskális megszorító intézkedések lassabb növekedéshez vezetnek a felvevőpiacainkon. A nemzetközi előrejelzésekkel összhangban a fő felvevőpiacunknak számító eurózónában rövid távon technikai recesszióra, míg az év egészében enyhe, 0,3%-os növekedésre számítunk 2012-ben. Bár a gyengébb reálárfolyam az exportra pozitív hatást gyakorolhat, a nyomott keresleti környezet miatt az exportkilátásokról alkotott képünk azonban számottevően romlott (1-6. ábra).

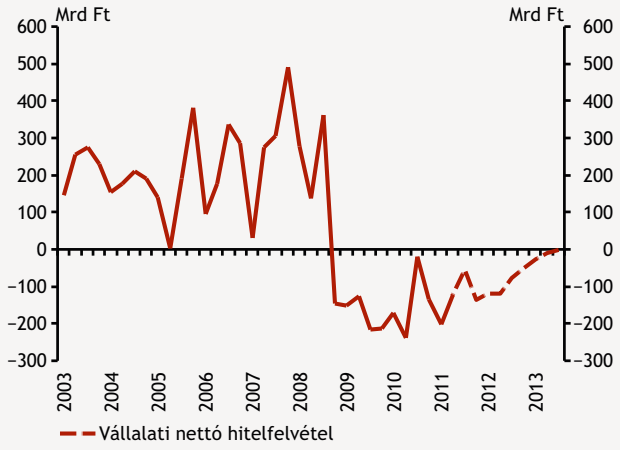
A külső konjunktúra várható lassulása mellett a háztartások fogyasztási keresletének csökkenése a hazai növekedési kilátások romlása irányába mutat. A lakossági reáljövedelmek általánosan csökkenhetnek 2012-ben. A jelentős minimálbér-emelés, illetve a személyi jövedelemadó-rendszerben várt további kiengedés ellenére a nettó keresetek reálértéke a gyorsuló infláció mellett mérséklődni fog. Ez

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

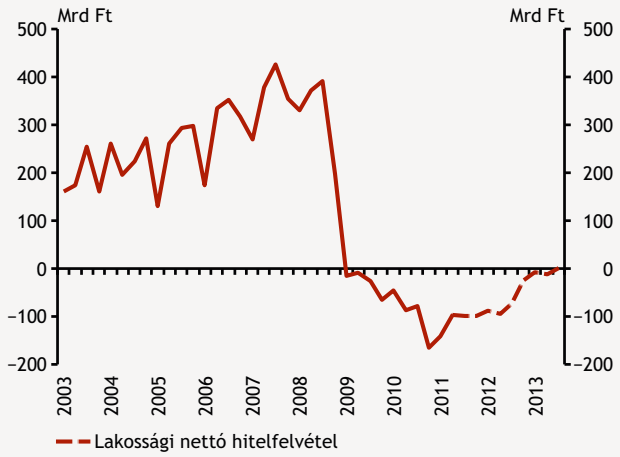


** A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.*

1-8. ábra
Előrejelzésünk a vállalati hitelezés alakulására



1-9. ábra
Előrejelzésünk a lakossági hitelezés alakulására



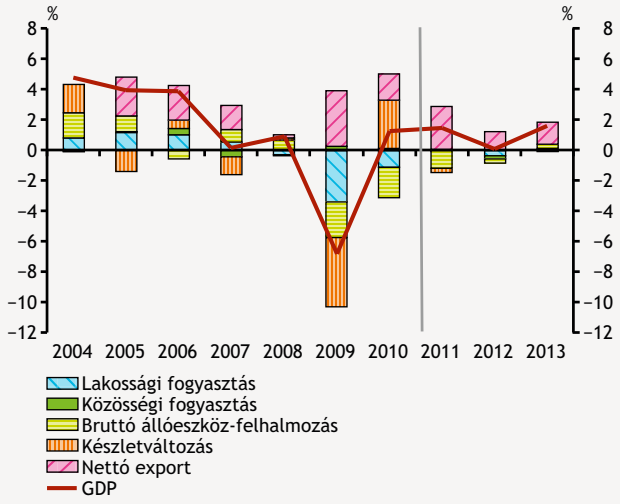
különösen jelentős lehet a magas fogyasztási hajlandósággal rendelkező, alacsony jövedelmű háztartások esetében, ahol a minimálbér-emelés csak a nominális nettó keresetek szinten tartását eredményezheti (bővebben lásd 1-2. keretes írásunkat). A költségvetési hiánycélok megvalósítását prioritásként kezelő kormányzati intézkedések az állam keresleti hatásának visszaesését okozzák, így a pénzügyi transzferek reálértéke is alacsonyabban alakul. Bár a devizahitelek végtörlesztését választó háztartások nettó pénzügyi vagyona a piaci és a rögzített árfolyamon számított hitelösszeg különbségével növekszik. Az ebből adódó pozitív vagyonhatás azonban várhatóan csak hosszabb távon jelentkezik. A kormányzat és a Bankszövetség között létrejött megállapodás a következő években számottevően enyhíti a továbbra is devizahitellel rendelkező háztartások problémáját. A törlesztőrészletek csökkenése ezen háztartások fogyasztási pályáját is kedvezően érintheti (1-7. ábra).

A romló konjunkturális kilátások és a tartósan szigorú hitelfeltételek általánosan visszafogják a lakossági és vállalati beruházásokat. Az alacsony vállalati beruházási aktivitást az új, nagy volumenű, a feldolgozóiparban végrehajtott egyedi beruházások csak részben ellensúlyozzák. A lakosság jövedelmi helyzetének romlásával összhangban a háztartási beruházásokban fordulatra nem számíthatunk. Az EU-források felhasználása – a beruházásokhoz szükséges önrész csökkenése miatt – a következő években emelkedhet, ám ezzel párhuzamosan a közvetlen költségvetési forrásokból megvalósuló projektek nagyságrendje is csökkenhet. Összességében jövőre a beruházási aktivitás további csökkenésére és 2013-ban is csak lassú élénkülésére számítunk.

Előrejelzési horizontunkon a hitelezés mind a lakossági, mind a vállalati piacon igen visszafogott marad, a háztartások és a vállalatok hiteltörlesztése mindvégig meghaladja a hitelfelvételt (1-8. és 1-9. ábra). A romló növekedési kilátásokkal párosuló gyenge hitelkereslet mellett a hitelkínálati korlátok is erősödtek. Míg korábban a hitelezési hajlandóság volt meghatározó a hitelkínálat szigorításában, előre tekintve egyre dominánsabbá válhat a gyenge hitelezési képesség. Ehhez nemzetközi és hazai folyamatok egyaránt hozzájárulnak. Az eurozóna adósságválsága gyengíti az anyabankok likviditási és tőkehelyzetét, ami a hazai bankrendszer finanszírozásának csökkenésében, és így a hitelezés visszafogásában is megjelenhet. Ugyanakkor a gyengébb árfolyam mellett a devizahitelek végtörlesztése jelentősebb mértékben rontja a bankrendszer tőkehelyzetét, illetve növeli a végtörlesztésből kimaradó háztartások hitelportfólióján elszenvedett veszteséget, mely szintén a hitezés csökkenéséhez vezet.

A növekedési kilátások romlásához hozzájárul, hogy pesszimistábban ítéljük meg a gazdaság hosszabb távú (potenciá-

1-10. ábra
GDP-re vonatkozó előrejelzésünk

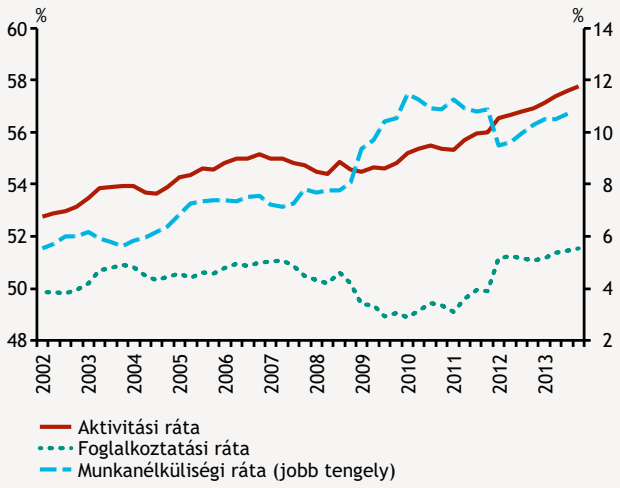


lis növekedést meghatározó) folyamatait. Míg hosszú távon a gazdaság reálkonvergenciája az eurozóna fejlettebb régiójához folytatódik, ennek mértéke az elkövetkezendő években igen visszafogott lehet. Ennek egyik oka az, hogy felvevőpiacaink potenciális növekedési rátája is csökkenőben van, mely potenciális növekedésünk nagyságát is negatívan befolyásolja. Kínálati oldalról a potenciális növekedést fékezi, hogy – részben a tartósan szigorú hitelfeltételek miatt – a beruházási aktivitás évek óta tartó gyengélkedése folytatódik, míg a gyenge konjunktúra mellett az aktivitást és a munkakínálatot ösztönző intézkedések rövid távon érdemben még nem bővítik a munkapiaci aktivitást. A háztartások és a vállalatok elhúzódó mérlegkiigazítása nyomán tartósan alacsonyabb belföldi keresletre számítunk, ami hosszú távon a hazai szolgáltatószektor kapacitásait csökkentheti.

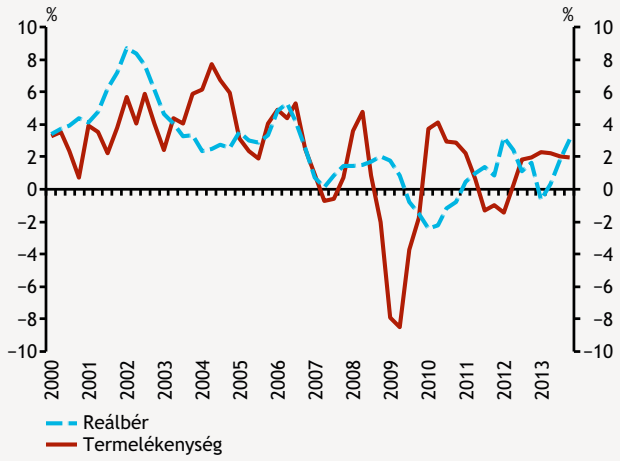
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

Munkaerő-piaci képünket egy részről a kormányzat aktivitás bővítését célzó intézkedései, másrészt a bizonytalan növekedési kilátások és vállalati terhek növekedése által meghatározott gyengébb munkaerő-kereslet kettőssége határozza meg. Előrejelzésünkben a gyenge konjunkturális kilátásokkal összhangban tartósan laza munkapiaci környezettel számolunk. A 2012-től effektív minimálbér emelés a bérdinamika átmeneti gyorsulását okozhatja, mely azonban 2013-ban ismét visszafogottan alakulhat.

1-11. ábra
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban
(2002–2012)



1-12. ábra
Reálbér és termelékenység alakulása a versenyszférában



A kormányzat aktivitás bővítését célzó korábbi intézkedései (nyugdíj-korhatár emelése, rokkantnyugdíjba vonulás feltételeinek szigorítása) folyamatosan emelik az aktivitási rátát, mi több, 2012-ben ez a folyamat tovább erősödhet a bejelentett újabb intézkedéseknek (rokkantnyugdíjak felülvizsgálata, illetve a korhatár alatti öregségi nyugdíjak szigorítása) megfelelően (1-11. ábra). Az állam újabb aktivitás bővítését célzó intézkedései a munkakínálatot valamelyest emelik.

A gyengébb reálgazdasági kilátások, illetve a minimálbéremelés okozta vállalati terhek növekedése ugyanakkor fékezik a foglalkoztatás bővülését, így érdemi hatást rövid távon az aktivitást növelő intézkedésektől az előrejelzési horizonton nem várunk. A versenyszféra munkaerő iránti keresletének lassulását a kiírt új álláshelyek számának válság előtti szinttől való elmaradása is jelzi.

A rosszabb növekedési környezetnek köszönhető megemelkedett bizonytalanságra a vállalatok a rugalmasabb foglalkoztatási formák (részmunkaidős és kölcsönzött munkaerő foglalkoztatása) egyre szélesebb körű alkalmazásával reagáltak. Az év első félévében a feldolgozóiparban még bővítés volt megfigyelhető, ám ez a folyamat az év második felében megtorpanni látszott, és ezen szektor munkaerő bevonása is a rugalmasabb foglalkoztatási formák irányába tolódott. Bár az állami közmunkaprogramban részt vevők száma az év elején számottevően nem, a második felében már gyorsabban nőtt, ám így is alacsonyabban alakult 2010 átlagához képest.

A bizonytalan növekedési kilátások, valamint a növekvő vállalati terhek miatt a versenyszféra munkaerő-kereslete várhatóan csak lassan bővülhet, és az aktuálisan is széles körben alkalmazott rugalmasabb foglalkoztatási formákon keresztüli foglalkoztatás hosszabb távon is jellemző maradhat. Ezzel összhangban a munkanélküliségi ráta a konjunktúra élénkülésének beindulásáig a jelenlegi magas szinten

maradhat, így előrejelzési horizontunk végéig 10 százalék alá valószínűleg nem csökken majd.

Az elmúlt negyedévben az év első felére jellemző magas bérdinamika megtörni látszik. A bruttó átlagkeresetek és a rendszeres bérek visszafogott alakulása az utóbbi negyedévben az ágazatok széles körére volt jellemző. A 2012-re tervezett minimálbér-emelés a bérdinamika átmeneti gyorsulását okozhatja. 2013-ban azonban már ismét visszafogottabb bérezésre számíthatunk (1-12. ábra).

1-2. keretes írás

A bérköltségeket érintő intézkedések hatása az inflációra és a lakossági jövedelmekre

2012-ben a személyi jövedelemadó rendszerében újabb változások lépnek életbe. Az adójóváírás kivezetésre kerül, megszűnik a bruttó havi 202 000 forint alatti jövedelmek adóalapjának szuperbruttósítása, illetve a munkavállalói járulékok egy százalékponttal emelkednek. Emellett a béren kívüli juttatások után a munkaadó által fizetendő egészségügyi hozzájárulás mértéke is emelkedik. Ezen keretes írás célja, hogy a vállalati bérköltségeket érő sokk inflációra, illetve a háztartások jövedelmére gyakorolt várható hatását bemutassa.

A személyi jövedelemadó rendszerében bekövetkező változások önmagukban azt eredményezik, hogy változatlan bruttó bérek mellett az átlagbér alatt keresők nettó bérei jelentősen, akár 15-20%-kal is mérséklődnének. A nettó bérek szinten tartása érdekében a kormányzat a jövő év elejétől a minimálbért 20, a garantált bérminimumot 15%-kal emeli. Mivel egyrészt a garantált bérminimum alatt a munkavállalók nagyjából harmada dolgozik, másrészt a minimálbér emelése a bérskála felsőbb szegmenseibe is tovagyűrűzik, a versenyszféra bruttó bérköltsége az elmúlt éveket meghaladó mértékben emelkedik, jelentősen növelve a vállalatok terheit és rontva jövedelmezőségi helyzetüket.

A kormányzat ezen hatás ellentételezésére bérkompenzációt vezet be, amely a nettó béreket szinten tartó vállalatok számára munkaadói járulékkedvezményt nyújt. A bérkompenzáció ugyan a többletköltségek közel kétharmadát fedezi, azonban a vállalatok feltételezésünk szerint egyéb csatornákon is alkalmazkodnak, hogy jövedelmezőségi helyzetük romlását elkerüljék.

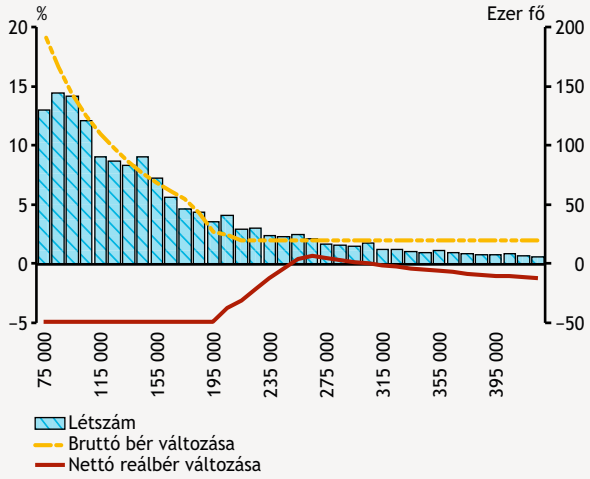
A romló gazdasági környezet, a csökkenő reáljövedelmek és az erősen visszafogott kereslet mellett feltételezésünk szerint a vállalatok nem lesznek képesek a költségnövekedést az értékesítési árakban érvényesíteni. Ezáltal a minimálbér inflációs hatása 2012-ben elhanyagolható lehet. A vállalatok az alábbi csatornákon keresztül mérsékelhetik költségeiket:

- A szuperbruttó adóalap részbeni eltörlése a magasabb keresetű munkavállalók esetében visszafogott bérezésére ad lehetőséget. Ezt a feltevésünket erősítheti a jövő évben várhatóan gyenge konjunktúra, valamint a továbbra is laza munkapiaci környezet.
- Az egyébként is gyenge gazdasági környezetben a vállalatok a tervezettnél is visszafogottabb foglalkoztatási döntéseket érvényesítenek.
- A minimálbér felett eltitkolt jövedelmet is fizető – ún. „zsebbe fizetés” – vállalatok csökkenthetik a nem adózott bérek arányát, ezzel egyben a gazdaság kifehéredését is okozva.
- Ezt a hatást tompíthatja, hogy – mint a 2001–2002-es minimálbér-emelésekkor megfigyelhettük – a vállalatok részmunkaidőre jelenthetik át dolgozóik egy részét.[1]
- A vállalatok profithelyzete még ezen mechanizmusok érvényesülése esetén is kedvezőtlenebb lehet, mint az adórendszer átalakítása és minimálbér emelése nélküli esetben. Emiatt a cégek a tervezett beruházások egy részének későbbre halasztása mellett is dönthetnek.

[1] Erről bővebben a 2011. szeptemberi *Jelentés az infláció alakulásáról* 1-2. keretes írásunkban írtunk.

1-13. ábra
A nettó reálkeresetek várható alakulása jövedelemkategóriák szerint

(versenyszférában, gyermektelen munkavállalók esetén)



A fenti mechanizmusok közül feltevésünk szerint a magasabb bérű – döntően átlagbér felett kereső – munkavállalók bruttó béreinek visszafogása lehet a legerősebb.

2013-ban a bérkompenzáció összege nagyjából felére csökken, 2014-ben pedig tejesen megszűnik. A vállalatok bruttó bérköltsége azonban továbbra is a 2012-ben megemelt magas szinten marad. Feltételezésünk szerint az ekkor már élénkülő kereslet mellett a megemelkedett bérköltségek érzékelhető, de továbbra sem jelentős hatással lehetnek az inflációra. Mindemellett a vállalatok munkaerő-kereslete teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott lehet.

A bérköltségek növekedését okozó kormányzati intézkedéseknek jelentősebb hatása a háztartások jövedelmeire lehet. Mivel a bérkompenzáció igénybevétele a vállalatok megnövekedett terheit jelentősen képes mérsékelni, feltevésünk szerint a garantált bérminimum felett a kompenzáció feltételeinek megfelelően emelnek a bruttó béreken. Ennek hatására nagyjából bruttó 190 ezer forintos keresetekig a nettó bérek a 2011-es szinten maradhatnak. Azonban a 2012-re várható infláció mellett a reálkeresetek még ez esetben is mintegy 5 százalékkal mérséklődnek. Az átlagkeresetek felett a bérkompenzáció hatása kifut, viszont itt a személyi jövedelemadó-terhek csökkenése még alacsony béremelések mellett is nagy részben kompenzálhatja a gyorsuló infláció reál nettó keresetekre gyakorolt hatását.

Összességében a romló konjunkturális környezetben és a gyorsuló infláció mellett 2012-ben a nettó keresetek szinte a teljes bérskála mentén csökkenhetnek. A fogyasztásra gyakorolt hatás szempontjából lényeges lehet, hogy az általánosan magasabb fogyasztási hajlandósággal rendelkező, alacsonyabb jövedelmű munkavállalók esetében a reálkeresetek csökkenése az átlagosnál erősebb lehet.

1-3. táblázat
Előrejelzésünk változása 2011 szeptemberéhez képest

	2010	2011		2012		2013	
	Tény	Előrejelzés					
		Szeptember	**Aktuális**	Szeptember	**Aktuális**	Szeptember	**Aktuális**
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció[1]	3,0	2,8	2,8	3,2	4,6	–	2,4
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	1,4	2,6	2,5	2,4	2,7	–	2,1
Fogyasztóiár-index	4,9	3,9	3,9	3,9	5,0	–	2,6
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)[2]	2,7	2,7	2,5	1,3	0,9	–	1,9
Háztartások fogyasztási kiadása	–2,1	0,4	–0,1	0,6	–0,7	–	0,2
Kormányzat végső fogyasztása	–2,1	–1,4	0,2	–1,6	–2,9	–	–1,2
Állóeszköz-felhalmozás	–9,7	–3,8	–6,3	1,6	–1,4	–	1,9
Belföldi felhasználás	–0,5	–0,5	–1,5	0,0	–1,3	–	0,2
Export	14,3	9,4	9,4	8,5	6,3	–	9,2
Import	12,8	7,6	6,6	7,7	5,5	–	8,6
GDP	1,2	1,6	1,4	1,5	0,1	–	1,6
Külső egyensúly							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,1	3,0	2,1	4,2	3,8	–	4,5
Külső finanszírozási képesség	2,9	5,4	4,2	6,8	6,4	–	7,8
Államháztartás[3]							
ESA-egyenleg	–4,2	1,9	4,2	–3,7	–3,7	–	–3,9
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset[4]	1,8	2,1	4,2	2,3	3,6	–	2,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság[5]	0,0	1,2	0,8	1,3	2,9	–	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset[6]	3,2	4,8	4,7	4,5	7,1	–	3,8
Versenyszféra foglalkoztatottság[5]	–1,0	0,9	1,2	0,6	–0,2	–	0,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség[5,7]	–2,6	3,4	5,0	3,2	4,9	–	3,0
Lakossági reáljövedelem[8]	–1,3	1,5	1,1	–0,4	–1,2	–	–0,1

[1] 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
[2] Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.
[3] A GDP arányában.
[4] Pénzforgalmi szemléletben.
[5] A KSH munkaerőfelmérése szerint.
[6] Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
[7] A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehérített és a prémiumok megváltozott szezonalitásától szűrt bérmutatóval számolódott.
[8] MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonváltozások hatásával.

1-4. táblázat
Előrejelzésünk összehasonlítása más intézmények prognózisaival

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

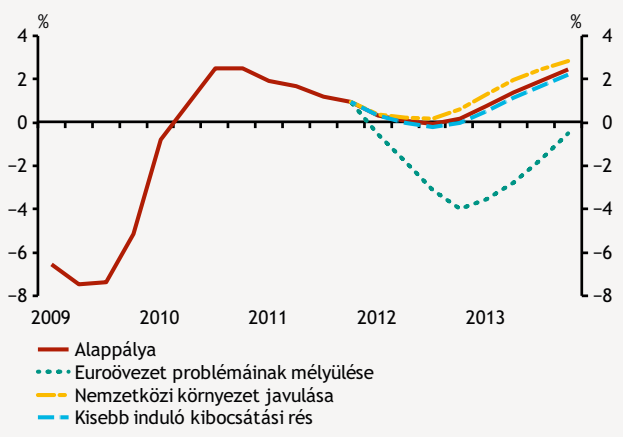
[1] A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.
[2] MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.
[3] MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna-tagokból képzett aggregátum.
[4] A GDP arányában.
** A magán-nyugdíjpénztári bevételek nélkül.*
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2011. november); European Commission Economic Forecasts (2011. november); IMF World Economic Outlook Database (2011. szeptember); Reuters-felmérés (2011. december); OECD Economic Outlook No. 90 (2011. november).

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat három – a Monetáris Tanács megítélése alapján legrelevánsabbnak tartott – alternatív pálya bemutatásával kívánjuk illusztrálni. A három pályában az euroövezet adósságválságának mélyülését, a feszült nemzetközi befektetői hangulat oldódását, illetve a magyar gazdaság ciklikus pozíciójával kapcsolatos bizonytalanságot jelenítjük meg. A kockázati pályák közül a nemzetközi környezet javulása lazább monetáris kondíciókat tehet lehetővé, azonban ha a gazdaság a másik két kockázati pálya valamelyikén halad, az az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciókat is indokolhat.

A világgazdasági kilátások elmúlt negyedéves romlásának elsődleges oka az európai uniós országokat érintő adósságválság. Az egyes tagállamok adósságának fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak és a bankrendszer legyengült tőkehelyzete szélesedő bizalmi válságot okozott. A kockázati pályában az európai hitelkínálat csökkenését, és emiatt az euroövezet konjunkturális helyzetének további romlását tételeztük fel. Felvevőpiacaink 2012-ben recesszióba süllyedhetnek, amit 2013-ban is csak stagnálás követ. Múltbeli összefüggések alapján feltételezhető, hogy az exportértékesítések szempontjából meghatározó importalapú külső kereslet egy ilyen pályán a GDP-nél jóval erőteljesebben tér el az alappályában feltételezettől. A romló külső konjunktúra rontja az exportot, ezt a hatást azonban némileg tompítja az árfolyam gyengülése.

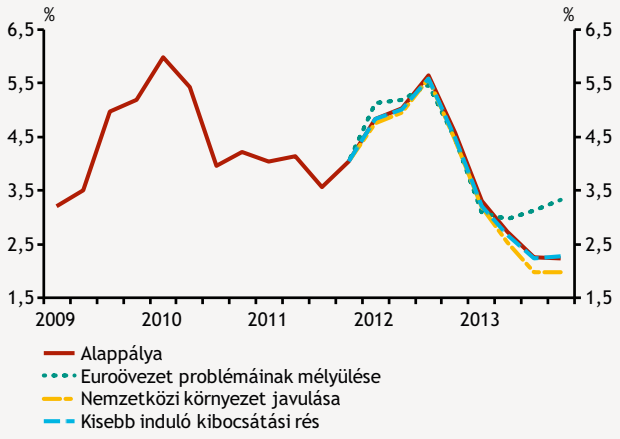
2-1. ábra
Alternatív szcenáriók hatása GDP-előrejelzésünkre



Az anyabankok megnehezült tőkehelyzete következtében a globális kockázatkerülés erősödik, ami emeli a hazai országkockázati felárakat. A kockázati felárak emelkedése és az anyabankok megnehezült helyzete miatt a hazai bankrendszer egyre szűkösebben és drágábban jut forráshoz, aminek következtében elsősorban a vállalati hitelkínálat szűkül drasztikusan. A növekvő hitelfelárak és a gyengébb árfolyam rontja a belföldi keresleti tételek növekedését. A gazdasági visszaesés összességében a 2009-es recesszió mértékének fele is lehet (2-1. ábra). A bankrendszer erőteljes alkalmazkodása a vállalati csődök számának emelkedéséhez vezet, ami a magyar gazdaság hosszabb távú növekedését is kedvezőtlenül érinti.

Felvevőpiacaink lassuló növekedése kisebb külső inflációs nyomással jár, az európai növekedési kilátások romlása fékezi a nyersanyagárak emelkedését. A hazai inflációt ezenkívül az alappályánál gyengébb belső kereslet is mérsékli. A kockázati prémium emelkedése azonban a forintár-

2-2. ábra
Alternatív szcenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre



folyam gyengüléséhez, és így az importált termékek áremelkedésén keresztül erősebb inflációs nyomáshoz vezethet (2-2. ábra).

A külső konjunktúra lassulása önmagában alacsonyabb kamatszintet tenne indokolttá, azonban a kockázati prémium – feltevéseinkben szereplő – erősebb megugrása esetén az árfolyamgyengülés inflációra és pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása dominál, ami az alapkamat fokozatos, de erőteljes emelését teszi szükségessé. Ezt a helyzet konszolidálódása után a kamatszint fokozatos csökkentése követheti.

A második kockázati pálya – az előzővel ellenkező irányú kockázatként – a nemzetközi gazdasági-pénzügyi környezet javulását ábrázolja. Az elmúlt időszakban jelentős mértékben emelkedett a magyar országkockázati felár, amihez az euroövezet adósságválságának kiszélesedése és az országspecifikus befektetői megítélés romlása egyaránt hozzájárult. Az előrejelzés alappályája már önmagában tartalmazza a jelenlegi helyzet konszolidációját, ebben a kockázati pályában azonban feltételeztük, hogy az euroövezet adósságválságának megoldását övező kedvezőtlen megítélés ennél hamarabb javul. Amennyiben az euroövezeti adósságproblémák megoldásának irányába mutató intézkedéseket fogadnak el, és jelentenek be, a befektetői hangulat külföldi javulását követve a hazai kockázati felár is gyorsabban csökkenhet, mint amit az alappályában feltételeztünk. Emellett az euroövezet növekedési kilátásai is javulhatnak, és 2012-ben 1 százalék körüli ütemben nőhet az euroövezet gazdasága.

Az árfolyam erősödése csak tompítja az exportnak a kedvezőbb külső környezetből fakadó többlet növekedését. Emellett a belső kereslet is érdemben élénkül, köszönhetően a csökkenő hitelfeláraknak és az erősebb árfolyamnak. A növekedés a teljes előrejelzési horizonton átlagosan közel 0,4%-ponttal lehet magasabb annál, mint amivel az alappályában számoltunk. Az infláció alakulásánál enyhe lefelé mutató kockázatot látunk az alappályához képest, ami mögött szintén az erősebb árfolyamot azonosíthatjuk. A kedvezőbb külső és hazai konjunktúra a nagyobb inflációs nyomás irányába hat. Mindezen hatások eredőjeként a jelenlegi kamatszint fenntartására van szükség rövid távon, ami után lehetőség nyílik a kamatszint fokozatos mérséklésére.

Végül a harmadik kockázati forgatókönyvben a gazdaság ciklikus pozíciójával kapcsolatos bizonytalanságot jelenítjük meg. A jelenlegi környezetben a ciklikus pozíció mérése rendkívül bizonytalan, az elérhető mutatók széles sávban szóródnak. Komoly kockázata van annak, hogy az elmúlt időszakban a gazdaság termelőkapacitásai az alappályában

feltételezettnél erőteljesebben sérültek, amennyiben a tartósan gyenge kereslethez és a rendkívül feszes vállalati finanszírozási korlátokhoz a gazdaság a kínálati kapacitások leépülésével alkalmazkodott. A harmadik kockázatpályában így annak hatását jelenítettük meg, ha 2011 végén a kibocsátási rés egy százalékkal kisebb annál, mint amit az alappályában feltételeztünk. Ez a gazdasági növekedésre lefelé mutató kockázatot jelent.

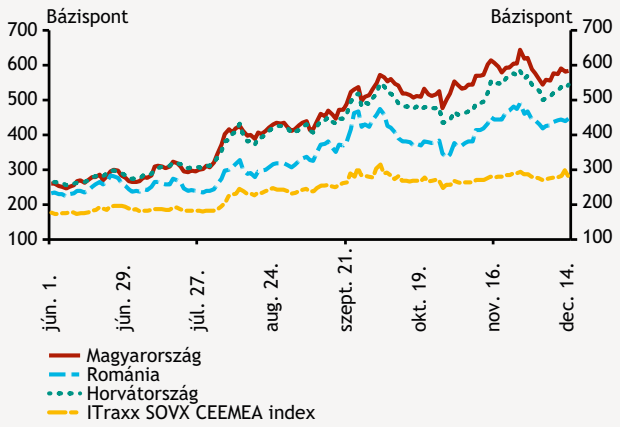
Abban az esetben, ha a jelenlegi GDP-adat kedvezőbb ciklikus és kedvezőtlenebb potenciális GDP-képet tükröz, a gyenge konjunkturális adatok árakra gyakorolt fegyelmező hatása az alapesetben feltételezettnél kisebb lehet. Az inflációs cél eléréséhez az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók szükségesek, amik ellensúlyozzák az alacsonyabb kibocsátási rés miatt emelkedő inflációs nyomást.

3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

3.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

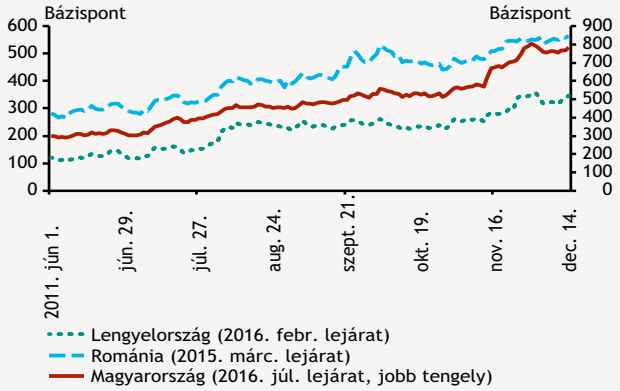
Magyarország kockázati megítélése számottevően romlott az elmúlt időszakban. A hazai mutatók kedvezőtlen irányú elmozdulásának hátterében részben globális tényezők álltak; más feltörekvő és fejlett országokban is hasonló irányú folyamatok mentek végbe. Ugyanakkor a mutatók időszakon belüli romlásában hazai eseményeknek is jelentős szerepe volt. Fontos, piacmozgató hatású kedvezőtlen esemény volt a szuverén hitelminősítői besorolás romlása, ugyanakkor a piac által pozitívan értékelt hazai esemény volt az új IMF-hitelszerződés tervezete. Az időszak egészében emelkedtek a kockázati feláraink, gyengült a forint és emelkedtek a hozamok. Az állampapír-piacon a feszültségek a gyengébb aukciós keresletben és a csökkenő külföldi állományokban is megmutatkoztak, az FX-swappiacon a táguló felárak és a külföldiek emelkedő nettó devizakihelyező pozíciója a hazai bankrendszer növekvő devizaigényére utalt.

3-1. ábra
Régiós 5 éves szuverén CDS-felárak



Forrás: Bloomberg.

3-2. ábra
Régiós 5-éves devizakötvényfelárak



Forrás: Bloomberg.

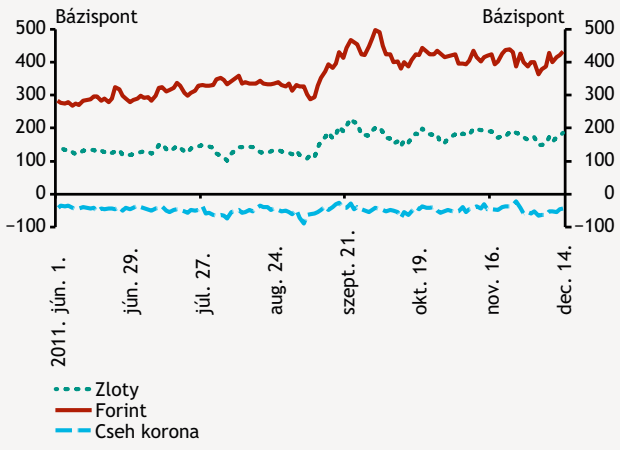
3.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

Számottevően romlott Magyarország kockázati megítélése az elmúlt három hónapban. A kockázati megítélés tendenciózus romlását részben globális tényezők okozták, de az időszakon belül az országspecifikus események is érdemi szerepet játszottak a hazai mutatók alakulásában (3-1. ábra).

A devizahitelek kedvezményes végtörlesztési lehetőségének meghirdetése és részben ezzel összefüggésben a leminősítésre vonatkozó várakozások erősödése októberben a hazai mutatók relatív alulteljesítését okozták. Emiatt az október végi EU-csúcs miatt bizakodó nemzetközi hangulat hatása a hazai mutatókban csak kisebb mértékben tükröződött, mint más feltörekvő országokban. November első felében a kormányzat bankszövetséggel szemben bejelentett együttműködési szándéka – valamint később az új IMF-hitelkeretről induló tárgyalások híre – kedvező hatású országspecifikus tényezőknek bizonyultak, amelyek mérsékelték a november második felében borúsabbá váló nemzetközi befektetői légkör hatását. A november végi Moody's leminősítés viszont ismét a hazánkkal kapcsolatos pesszimizmust erősítették.

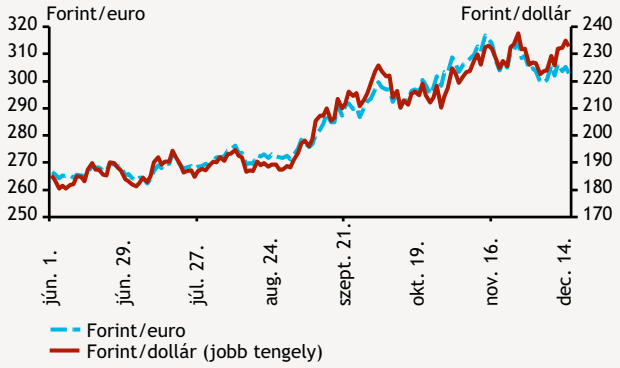
Kockázati mutatóink közül az 5 éves CDS-felár az időszak eleji 472 bázispontról az időszak végéig 585 bázispontra emelkedett, az időszak összességében a szpred 472 és 644 bázispont között ingadozott.

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



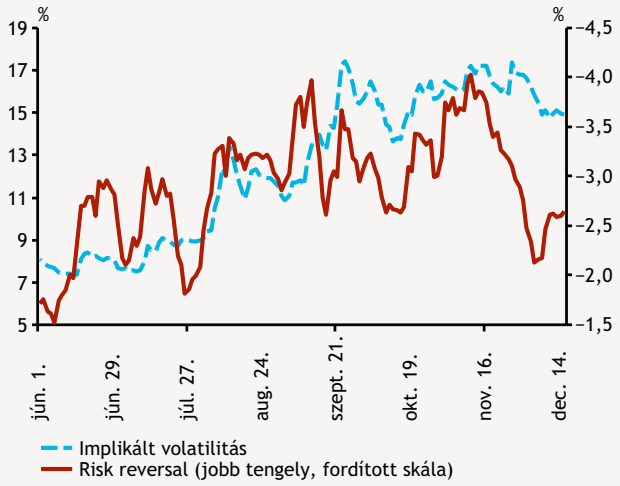
Forrás: Bloomberg.

3-4. ábra
Árfolyam-alakulás az euróval és a dollárral szemben



Forrás: Thomson Reuters.

3-5. ábra
1 hónapos implikált volatilitás és risk reversal



Forrás: Bloomberg.

A CDS-felár alakulásától ezúttal eltért a devizakötvény-feláraink pályája (3-2. ábra). A devizafelárak is jelentős mértékben emelkedtek az időszak során, a 2016-ban lejáró eurokötvényünk német benchmarkhoz viszonyított felára összesen közel 300 bázisponttal került az időszak eleji érték fölé. Ugyanakkor a CDS-felár pályájában tapasztalható, november közepén–végén – IMF tárgyalásokhoz és nemzetközi eseményekhez köthető – javulás itt kevésbé érződött, a felárak ebben az időszakban is folytatták trendszerű emelkedésüket. Ez az eltérés devizafelárak és CDS-ek között más kelet-európai országokban is megfigyelhető – bár lényegesen kisebb mértékű – volt és az euróban denominált régiós kötvények számottevő likviditási prémiumának kiépülésére utalnak.

A hosszú távú hozamkonvergencia mutatója, az 5 év múlva induló 5 éves forint és euro forwardhozamok különbözete a szeptember végi számottevő megugrás és enyhe októberi korrekció óta keveset változott, az időszak végén 432 bázisponton állt (3-3. ábra).

3.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

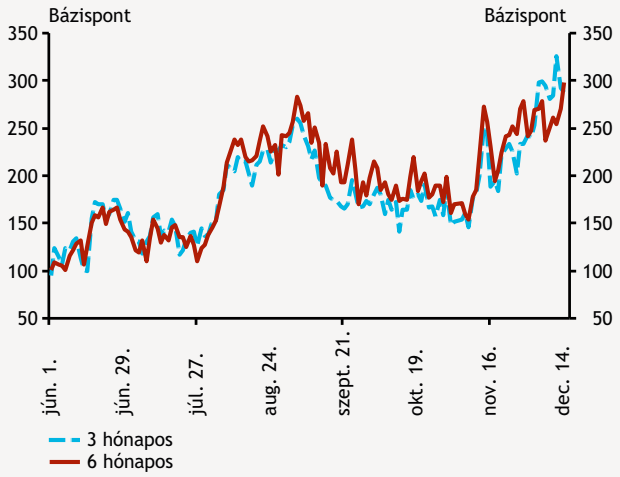
A forintárfolyam alakulásában is a fent említett kockázati tényezők játszották a főszerepet, bár az egyes eseményeknek a kockázati mutatóktól eltérő hangsúlya volt a devizapiacon. A hazai deviza árfolyama az induló 288 forint/euro szintről november közepéig 316 forint/euro fölé emelkedett, ezáltal meghaladva a 2009 elején tapasztalt csúcsot. Az árfolyam jelentős, tíz forint körüli erősödéssel reagált az IMF-tárgyalásra vonatkozó bejelentésekre, majd hasonló gyengülés kísérte a Moody's leminősítést. A devizapiacon tehát ezúttal a kockázati mutatókhoz képest hangsúlyosabbak voltak a hazai események (3-4. ábra).

A devizapiaci opciók alapján a forint/euro árfolyam előretekintő implikált volatilitása számottevően emelkedett az időszakban. Az extrém elmozdulások kockázatát megragadó risk reversal jegyzések számottevően ingadoztak. A további nagyobb forintleértékelődés elleni biztosítás ára, vagyis egy ilyen esemény piaci kockázata ugyanakkor elmarad a historikus csúcsoktól (3-5. ábra).

A nem-rezidens szektor a szeptember óta eltelt időszakban a devizapiacon mintegy 200 milliárd forint értékben a hazai deviza eladójaként lépett fel. Mivel a külföldiek FX-swappiaci tevékenységében a devizakihelyezéssel (forintvétellel) induló állományok emelkedését tapasztaltuk (600 milliárd forint mértékben), a párhuzamos forinteladások szintetikus short pozíciók kiépülésére utalnak (3-6. ábra).

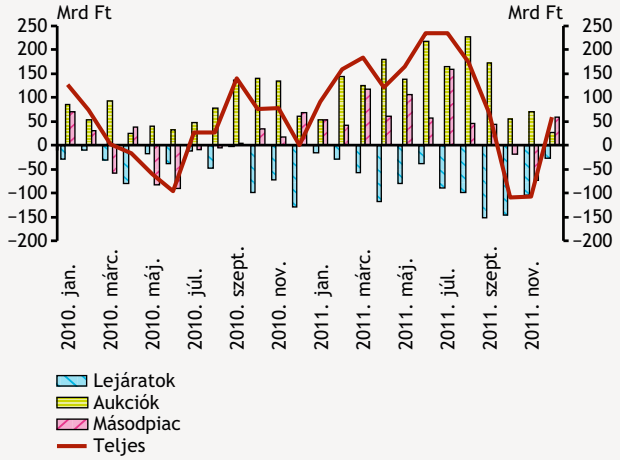
A devizaswapfelárak a legtöbb lejáraton lényegesen az indulószint fölé kerültek. A 3 és 6 hónapos forint/dollár

3-6. ábra
FX-swapszpredek alakulása



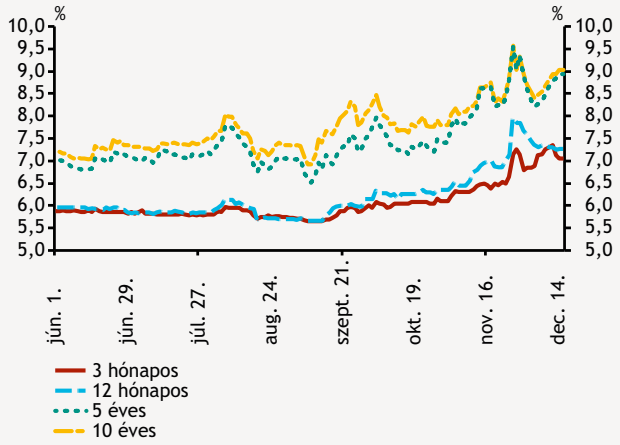
Forrás: Thomson Reuters.

3-7. ábra
Külföldiek állampapír-állományának változása tényezőnként



Forrás: Reuters.

3-8. ábra
Állampapír-piaci referencia-hozamok alakulása



Forrás: Reuters.

FX-swapszpredek az augusztus végi 250 bázispont körüli szintek fölé emelkedtek, és nőtt a jegybanki három hónapos swapeszköz igénybevétele is.

A belföldi vállalati szektor forwardállománya és az árfolyam között fennálló hagyományosan erős – a belföldi szereplők forintstabilizáló piaci részvételére utaló – kapcsolat az időszak során megtört, ami az export méretéből adódó kapacitáskorlát eléréséhez vagy a belföldi szereplők változó árfolyam-várakozásának eredménye lehet. A belföldi vállalati szereplők forwardkötései tehát ebben az időszakban érdemben nem mérsékelték az árfolyam leértékelődését.

3.1.3. ÁLLAMPAPÍR-PIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Az állampapír-piac aukcióin, illetve az elsődleges és másodpiaci hozamokon is tükröződött a romló befektetői bizalom. Az elmúlt időszakban a gyenge kereslet következtében az ÁKK több aukción a meghirdetettnél kevesebb állampapírt bocsátott ki, illetve két DKJ-tender esetében előfordult az aukció törlése.

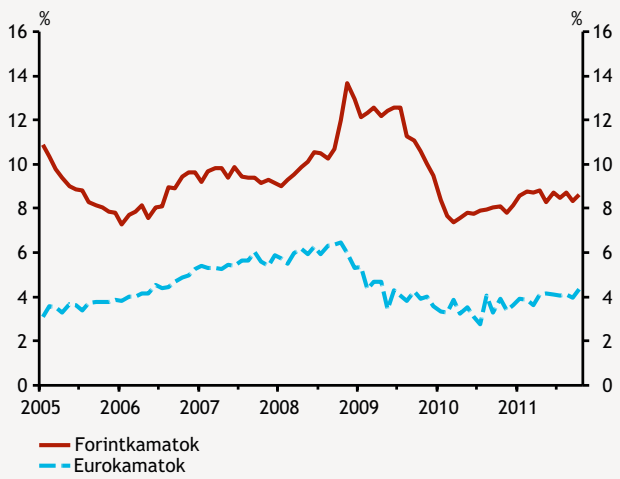
A visszaeső állampapír-piaci kereslet a külföldiek állományalakulásán is érződött (3-7. ábra). Korábbi hónapokhoz képest csökkent a nem-rezidens szektor elsődleges piaci állampapír-felvétele, illetve 2010. augusztus óta először a másodpiacon eladóként léptek fel. A külföldiek állampapír-állománya a szeptemberi 4015 milliárd forint értékű historikus csúcshoz képest 255 milliárd forinttal 3760 forintra csökkent.

A hozamok minden lejáraton emelkedtek, a legnagyobb emelkedést a középső lejáratokon tapasztaltuk, ahol a bankközi hozamok növekedésén felül is jelentős, 100-150 bázispontos prémium épült ki. A három hónapos, illetve a leghosszabb, 10-15 éves lejáratokon a referenciahozamok hozzávetőlegesen 100 bázisponttal kerültek az indulószint fölé, a középső lejáratokra 150-200 bázispontos emelkedés volt jellemző (3-8. ábra).

3.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati szegmensben a kamatfelárak továbbra is 2,5 százalékpont körül stagnálnak 2010 második féléve óta, annak ellenére, hogy mind a portfólióromlás miatti költségek, mind a külső források költségei érdemben emelkedtek 2011 harmadik negyedévében. Ugyanakkor a bankszektor leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál, akikért erős árverseny zajlik, így a kamatfelárak is döntően a nekik nyújtott kamatkondíciókat tükrözik. A hitelezési felmérés alapján a kis- és mikrovállalatok, valamint a kereskedelmi ingatlanhitelek nem árjellegű hitelezési feltételi szigorodtak a harmadik negyedévben. A háztartási szegmensen belül a már folyósított lakáscélú hitelek átlagos kamata érdemben nem változott a 2011 augusztusa és októbere közötti időszakban. Míg a szabad felhasználású jelzáloghiteleké mérsékelten, de tovább emelkedett, a fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége csökkent októberben, ami kizárólag az áruhiteleknek volt tulajdonítható. A hitelezési felmérés alapján a hitelezési feltételek összességében nem változtak a háztartási szegmensben 2011 harmadik negyedévében, ugyanakkor a bankok széles köre tervezett szigorítást a jelzáloghitelek kamatkondícióin a 2011 utolsó és 2012 első negyedévét lefedő időszakra. Ezt támasztja alá, hogy több bank emelte a jelzáloghitelek ajánlati kamatait októberben, ami a hitelelbírálások időigénye miatt még nem tükröződhetett a kamatstatisztikákban. Az előretekintő reálkamatlábak alakulását az inflációs várakozások növekedése határozza meg.

3-9. ábra
Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



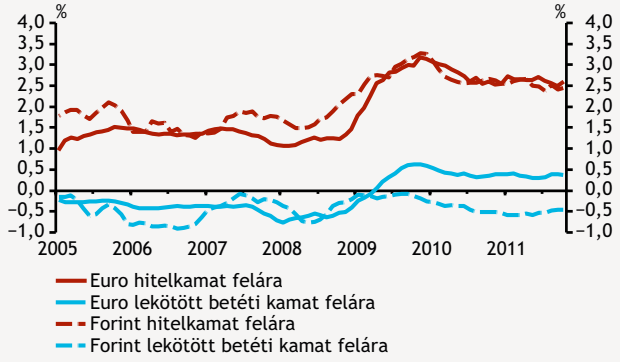
Forrás: MNB.

3.2.1. VÁLLALATI HITELKONDÍCIÓK

A vállalati hitelek forintalapú kamata nem változott érdemben az elmúlt 3 hónap átlagában októberrel bezárólag, így az továbbra is 8,5 százalék körül alakul (3-9. ábra), ami 2,5 százalékpont körüli bankközi kamat feletti felárnak felel meg. Az euroalapú hitelek kamata sem változott a harmadik negyedévben, azaz 4 százalék körül alakult, ugyanakkor októberben közel 40 bázisponttal emelkedett, aminek következtében a simított (3 hónapos mozgóátlag) kamatfelár négy hónap csökkenés után emelkedett, és jelenleg 2,6 százalékponton áll.

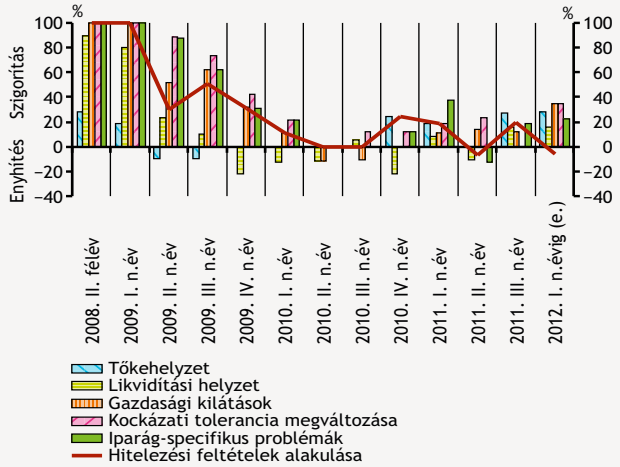
A kialakult kamatfelárak továbbra is alacsonynak tekinthetők, sőt a második negyedévhez képest még relatív értelemben kedvezőbbé is váltak, különösen az euroalapú hitelek esetén. Ennek oka, hogy a hitelezési veszteségek az egy éve tartó csökkenő tendencia után jelentősen – állományarányosan több mint fél százalékponttal – megemelkedtek a harmadik negyedévben, így már jóval meghaladja a 2,5 százalékpontot, miközben a külföldi devizaforrások költségei is jelentősen emelkedtek 2011 júliusa óta. A magyar szuverén és a banki CDS-felárak 1,5-2 százalékponttal magasabb szinten ragadtak a második negyedévhez képest. Ebből továbbra is arra lehet következtetni, hogy a kamatstatisztikák elsősorban a mostani erőteljes kockázatkerülés során is jó hitelképességűnek számító ügyfelek kondíciót tükrözi, akikért ráadásul erős verseny zajlik (3-10. ábra).

3-10. ábra
A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



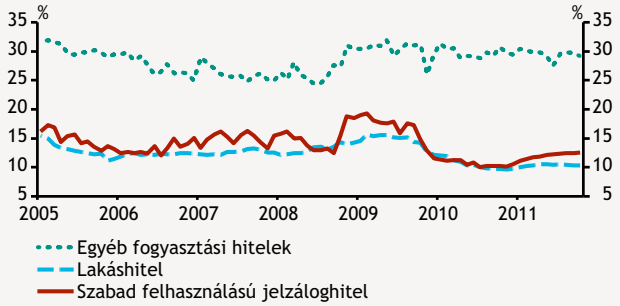
Megjegyzés: A felárak a 3 hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár mozgóátlaga.
Forrás: MNB.

3-11. 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 hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján.

3-12. ábra
A lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Forrás: MNB.

A hitelezési felmérés alapján összességében a kis- és mikro vállalatok és a kereskedelmiingatlan-hitelek hitelezési feltételei szigorodtak, miközben a nagy és középvállalatok hitelezési feltételei nem változtak (3-11. ábra). Előre tekintve összességében a bankrendszer nettó értelemben[2] enyhíteni tervez a hitelezési feltételekben, amely a nagy- és közepes vállalatok esetén nettó értelemben vett szigorítás, valamint a kis- és mikrovállalatoknál vett enyhítés eredője. Azonban fontos hangsúlyozni, hogy az ilyen előre tekintő enyhítési tervek a korábbi negyedévekben nem valósultak meg, így ezek realizálódása most is kérdéses.

3.2.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDÍCIÓK

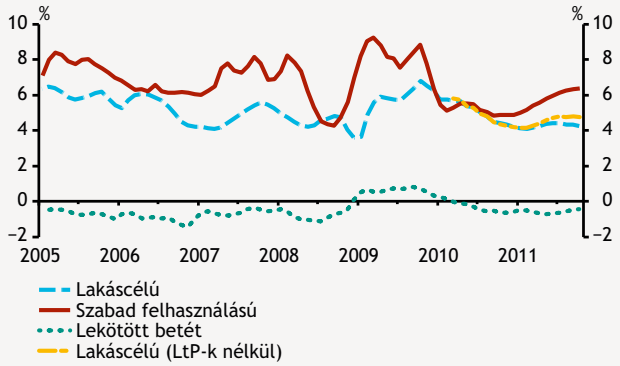
A lakáscélú hitelek átlagos kamatában enyhe mérséklődés figyelhető meg. A teljes hitelköltség (THM) 10,5 százalékról 10,3 százalékra mérséklődött 2011. július és október között (3-12. ábra). Ugyanakkor ez a lakástakarék-pénztárak növekvő súlyának volt tulajdonítható az új kihelyezéseken belül (3-13. ábra), mivel a lakástakarék-pénztárak által nyújtott hitelek kamatai kedvezőbbek, mint a hagyományos lakáscélú hitelek kamatai. A szabad felhasználású jelzáloghiteleknél ugyan folytatódott a kamatemelkedés, de a növekedés üteme mérséklődött. Ennek hatására a THM 12,5 százalék, a kamatfelár pedig 6,4 százalékpont volt október végén (3-13. ábra). Összességében folytatódott a lakáscélú és szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatai közti különbség növekedése, ami részben a szabad felhasználású hitelek magasabb kockázatosságával, részben pedig a szabad felhasználású jelzáloghitel-piac számottevően magasabb koncentráltságával magyarázható.

Fontos hangsúlyozni, hogy a kialakult forintalapú kamatszint jelentősen magasabb, mint a válság előtt elérhető 6-8 százalékos hitelköltségű devizaalapú jelzáloghiteleké. Ennek következtében számottevően csökkenhetett a lakásberuházást maguknak megengedhető háztartások száma, mivel a lakásáraknak a válság kitörése óta bekövetkezett nagyjából 13 százalékos csökkenése[3] nem kompenzálja teljesen a törlesztőrészletek magasabb kamatok miatti emelkedését, és a lakossági jövedelmekben sem következett be széles körben számottevő növekedés.

A fedezetlen fogyasztási hitelek teljeshiteldíj-mutatója a harmadik negyedévben vissza-emelkedett 30 százalék körüli szintre a júniusban tapasztalt markáns csökkenés után (3-12. ábra), amely az akciós áruhitelek kifutásának volt tulajdonítható. Ugyanakkor októberben újra csökkent a hitelköltség – mintegy fél százalékponttal – ismét az áruhitelek THM-csökkenésének köszönhetően.

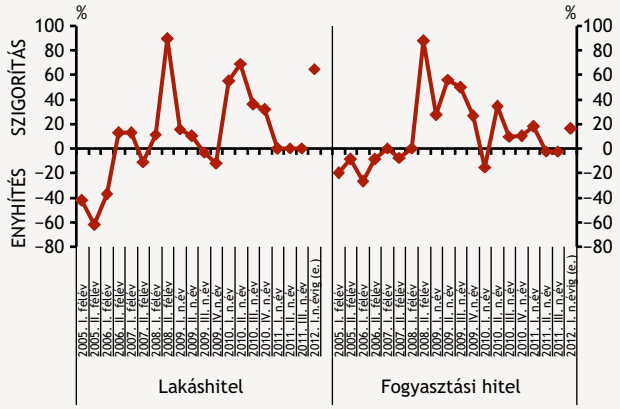
[2] A szigorító és enyhítő bankok különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Az arány a szigorítás/enyhítés mértékét nem mutatja.
[3] Nominális csökkenés az FHB Lakásárindex alapján.

3-13. ábra
A 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak



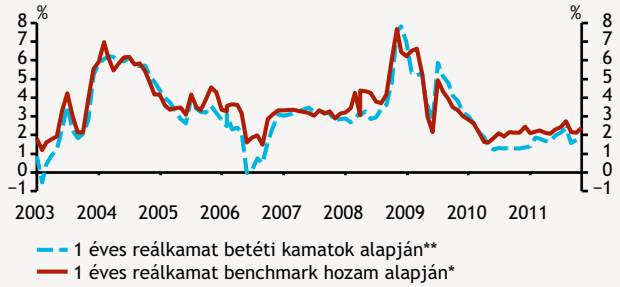
Megjegyzés: 3 hónapos mozgóátlaggal simított felárak. LtP a lakás-takarékpénztárak rövidítése.
Forrás: MNB.

3-14. ábra
Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.
Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján.

3-15. ábra
Előre tekintő reálkamatlábak alakulása



*Megjegyzés: * Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával MNB által számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján.*

A hitelezési felmérés alapján a háztartási hitelek kondíciói ugyan nem változtak érdemileg a harmadik negyedévben sem, de a 2011 utolsó és 2012 első negyedévét lefedő időszakra a lakáscélú hiteleknél a bankok – nettó értelemben vett – 65 százaléka, míg a fogyasztási hiteleknél 16 százaléka tervezett szigorítást (3-14. ábra). A tervezett szigorítások elsősorban a hitelkamatok emelésében jelentkeznek. Ezt támasztja alá, hogy a banki közlemények alapján több bank emelte a jelzáloghitelek ajánlati kamatait októberben, ami a hitelelbírálás időigénye miatt még tükröződhetett a kamatstatisztikákban. Emellett a bankok szűk körénél várható szigorítás a hitel-fedezet arányában, a futamidőben, valamint a jövedelemarányos törlesztőrészletben is.

3.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

Az előző inflációs jelentés óta eltelt három hónap alatt az 1 éves reálkamat az augusztusi – másfél éves csúcspontnak számító – 2,74 százalékos értékről – visszacsökkent a megelőző egy évet jellemző 2,1 százalék körüli szintre, majd novemberben 2,4 százalékra emelkedett. Az inflációs várakozásokkal deflált egyéves állampapírhozam alapján számított reálkamat[4] csökkenése, szeptemberben az inflációs várakozások markáns emelkedésének, míg a novemberi reálkamat-emelkedés az állampapír-piaci hozamok emelkedésének volt tulajdonítható. A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból[5] számított reálkamatláb alapján hasonló tendencia olvasható ki októberig, ugyanakkor novemberre vonatkozó tényadat még nem áll rendelkezésre (3-15. ábra).

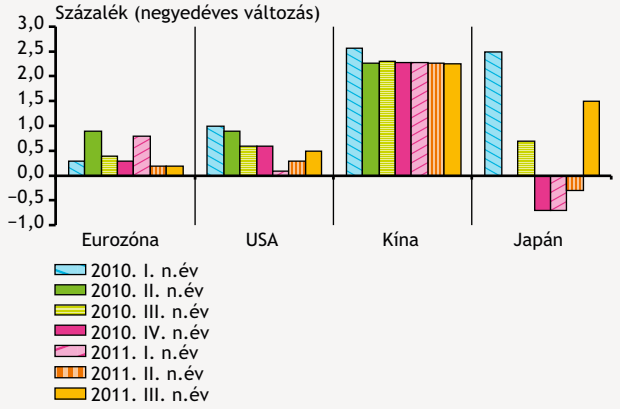
[4] Az 1 éves zérókupon-hozam és az általában hónap elején készített Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.
[5] Vállalati és háztartási betéti kamatok összesúlyozásából képezve.

4. Makrogazdasági helyzetértékelés

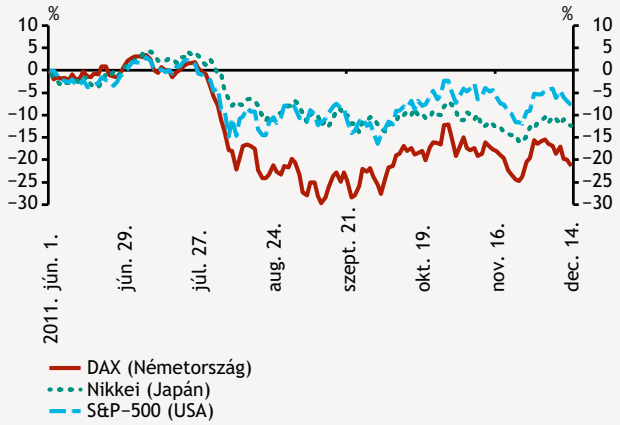
4.1. Nemzetközi környezet

A vártnál kedvezőbb harmadik negyedéves GDP-adat ellenére a konjunkturális kilátások romlása, növekvő kockázatkerülés és az eszközárak érdemi csökkenése jellemezte a globális környezetünket az elmúlt hónapokban. A fejlett gazdaságok adósságállományának fenntarthatóságát övező kockázatokat továbbra sem sikerült megnyugtatóan kezelni. Az ebből adódó fertőző hatások az országok egyre szélesebb körében a kockázati indikátorok számottevő növekedését okozták. A fejlődő gazdaságok növekedése változatlanul robusztus, ám a lassulás jelei esetükben is egyre inkább jelentkeznek. A keresleti kilátások romlásával a nyersanyagárak emelkedése az elmúlt hónapokban egyértelműen megállt, de érdemi korrekció egyelőre nem következett be.

4-1. ábra
Az USA, az eurozóna, Japán és Kína gazdaságának növekedése



4-2. ábra
A vezető tőzsdeindexek alakulása



Forrás: Thomson Reuters.

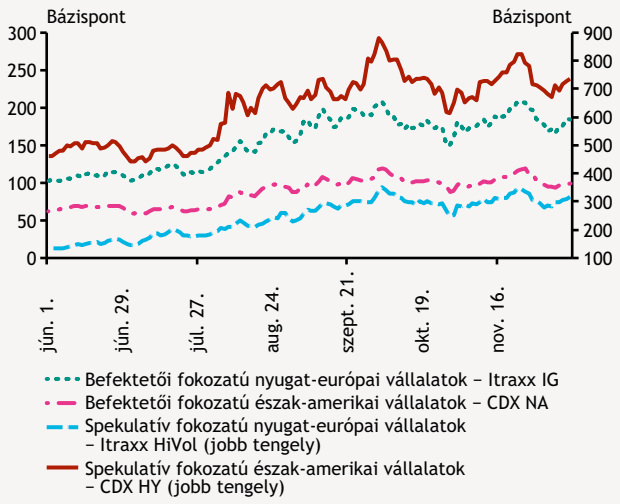
4.1.1. GLOBÁLIS FOLYAMATOK

A globális gazdaság konjunkturális folyamatait a fejlett gazdaságok magas eladósodottságából adódó egyre komolyabb kihívások, és a fejlődő – főként ázsiai – országok egyelőre dinamikus bővülésének kettőssége jellemzi. Ezzel párhuzamosan a pénzügyi piacokat az eurozóna perifériaországok fiskális kilátásaival és az eurozóna jövőjével kapcsolatos várakozások tematizálták (4-1. ábra).

Az év második negyedévéhez képest a fejlett gazdaságok, ezen belül is az eurozóna perifériaországainak adósságproblémái tovább súlyosbodtak. A válság mélyülése mellett a fertőző hatások is erősödtek, és a kockázatok egyre több országot érintenek. A nyár óta lényegesen gyengébben alakuló globális növekedési kilátások – a fejlett országokbeli recesszió és a kínai gazdaság lassulásának lehetősége – a kockázatkerülést erősítették. A hullámzó befektetői hangulat eltérőképpen érintette a különböző mutatócsoportokat. A vezető tőzsdeindexek 1-2 százalékkal emelkedtek a szeptember végi értékekhez képest, a fontosabb részvénypiaci volatilitásmutatók pedig mérséklődtek. Ugyanakkor az olaj- és egyéb nyersanyagárak általános csökkenése, valamint a feltörekvő piaci EMBI global kockázati mutató emelkedése a jövőbeli kilátásokat övező növekvő bizonytalanságokra hívták fel a figyelmet.

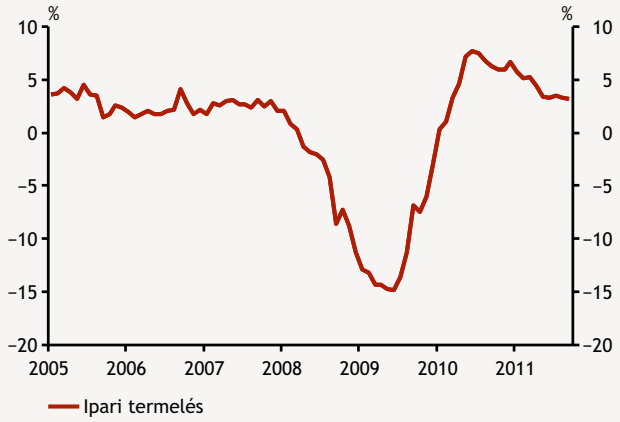
A szuverén válság számos országban kényszerítette a kormányokat a korábbi gazdaságélénkítő lépések visszavonására és több évre szóló konszolidációs programok bejelentésére. Eközben a monetáris politika tere is korlátozott a gazdaságélénkítésre. A legtöbb fejlett országban az irányadó kamatok már a válság korábbi szakaszában megközelí-

4-3. ábra
A vállalati CDS-kompozit indexek alakulása

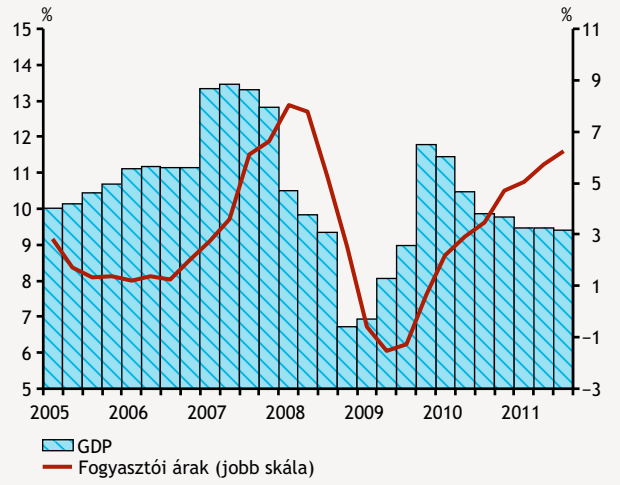


Forrás: Bloomberg.

4-4. ábra
Ipari termelés az USA-ban



4-5. ábra
A kínai növekedés és infláció alakulása



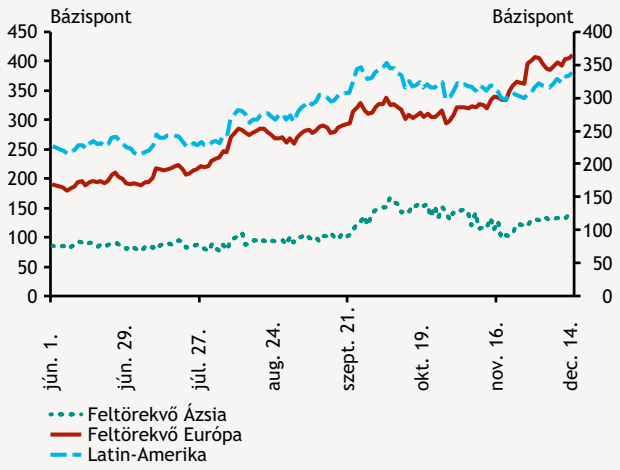
tették a nulla alsó korlátot, így a jegybankok likviditásbővítő és egyéb nem ortodox eszközökkel próbálják ösztönözni a bankok hitelezési aktivitását. A vezető jegybankok a válság nyári eszkalálódására eltérő módon és mértékben reagáltak. Az amerikai jegybank (rövid állampapírok eladásából finanszírozott) hosszú lejáratú állampapír-vásárlással igyekszik a gazdaság számára releváns hosszú hozamokat mérsékelni. Az angol jegybank októberben 75 milliárd fonttal 275 milliárd fontra, a japán jegybank 5 billió jennel 55 billió jenre bővítette eszközvásárlási programját. Az eurozónában az EKB az időszak összességében 50 bázisponttal 1 százalékra mérsékelte az irányadó kamatrátát. Emellett, a pénzpiaci turbulenciák megelőzése érdekében növelte a – sterilizált – periféria-kötvénypiaci állampapír-vásárlását, hosszú távú likviditásnyújtó eszközöket vezetett be, és enyhítette a fedezetelfogadási feltételeket. December elején a vezető jegybankok 50 bázisponttal mérsékelték a dollárlikviditás nyújtó swapfacilitásaik költségét.

Eközben az amerikai gazdaságot továbbra is visszafogott növekedés jellemzi. Az olyan átmeneti tényezők, mint a japán katasztrófa termelési láncon keresztül megvalósuló hatása és a magas olajárak negatív hatásai enyhülőben vannak. Ezzel szemben középtávon a pénzügyi válság következtében szükségessé vált állami és lakossági mérlegkiigazítás is kedvezőtlenül érinti a gazdasági növekedést. Kérdéses, hogy az USA milyen megoldást talál a recessziós félelmek miatt napirenden lévő gazdaságélénkítés és az ezzel szemben fennálló növekvő kormányzati deficit és államadósság kezelésének problémájára (4-4. ábra).

Ázsia fejlődő gazdaságai változatlanul erőteljes bővülést tudhatnak maguk mögött. Bár a kínai gazdaság növekedési üteme az utóbbi hónapokban enyhén mérséklődött, a gazdaság bővülése továbbra is dinamikus. A reálgazdaság harmadik negyedéves gyengébb teljesítménye elsősorban a globális keresleti kilátások romlásának és a korábbi hazai gazdaságpolitikai szigorítás következménye. Ez utóbbira azért került sor, mert az emelkedő infláció mellett a túlfűtöttség kedvezőtlen hatásai az ingatlanárakban és a hitelezésben kialakult buborékban is megmutatkoznak. A szigorítás hitelkínálatra gyakorolt hatásának mérséklésére a jegybank csökkentette a kötelező tartalékráta mértékét.

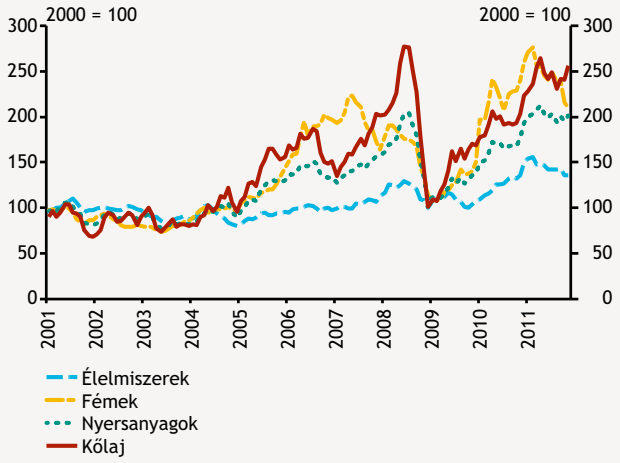
Várakozások szerint a kínai gazdaság – a pozitív kibocsátási rés záródása mellett – mérséklődő dinamikával, de továbbra is robusztus növekedési pályán marad. Növekedési kilátásait azonban az amerikai gazdaságot terhelő fiskális és növekedési kihívások és az eurozóna országainak fokozódó adósságproblémái alapvetően határozzák meg. A fejlett gazdaságok várható lassulásának hatását a belső kereslet erősödése várhatóan csak részben tudja ellensúlyozni.

4-6. ábra
EMBI Global szpredek alakulása

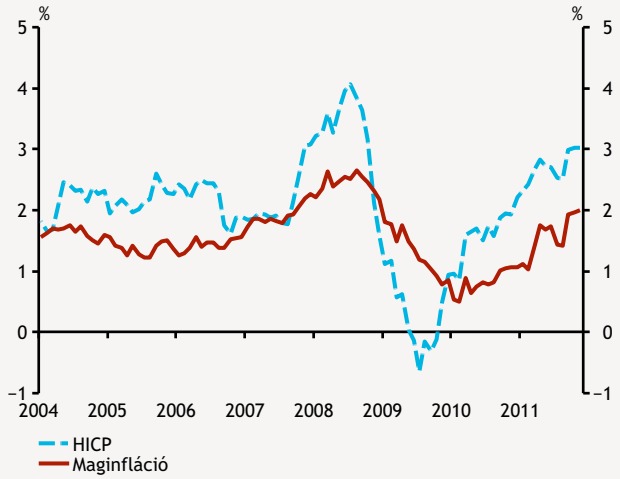


Forrás: Bloomberg.

4-7. ábra
A globális nyersanyagárak alakulása



4-8. ábra
Az eurozóna inflációjának alakulása



A feltörekvő térségek pénzpiaci mutatói ezzel együtt nagyrészt lekövették a fejlettek alakulását. A feltörekvő tőzsdeindexek a vezető tőzsdékhez hasonló dinamikával és mértékben az időszak eleji szinthez képest ±5-10 százalékos sávban ingadoztak.

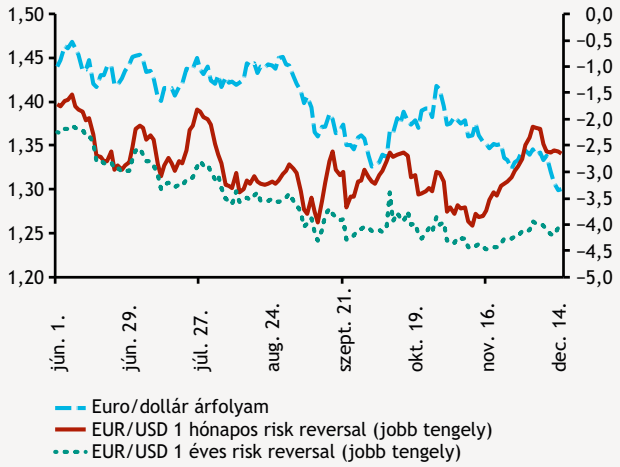
A globális inflációs folyamatokat 2011 elejéig a nyersanyag- és olajárak felől érkező inflációs nyomás határozta meg, amit a fejlődő gazdaságok növekvő kereslete indokolt (4-7. ábra). A kilátásokat övező bizonytalanságok erősödésével a 2011 áprilisában tetőző nyersanyagárak ugyan mérséklődésnek indultak, árszintjük változatlanul historikusan magas. A csökkenés hátterében kínálati oldalról az arab országok politikai feszültségeinek év elején bekövetkezett oldódása illetve a globálisan kedvező mezőgazdasági terméseredmények, míg keresleti oldalon a fejlett országok borús növekedési kilátásai állnak. Az olajárak esetében a határidős jegyzések alapján a csökkenő trend fennmaradására lehet számítani, mely a globális infláció mérséklődését vetíti előre. A globális infláció egészének szempontjából szintén kiemelt fontosságú, hogy a fejlett országokban milyen mértékű visszaesés valósul meg, illetve, hogy az ázsiai országokban milyen ütemben megy végbe a jelenleg pozitív kibocsátási rés záródása.

4.1.2. HELYZETKÉP AZ EUROZÓNÁBAN

Az eurozónában a gazdasági és pénzügyi piaci folyamatokat a perifériaországok szuverén adósságához kapcsolódó feszültségek dominálják. Az erőteljes első negyedévet követően az eurozóna növekedése számottevően lassult, és – a vártnál kedvezőbb harmadik negyedéves adat ellenére – az év második felében is csak mérsékelt ütemű bővülésre lehet számítani. A megtorpanás hátterében több tényező együttes hatása áll. Így az emelkedő banki forrásköltségek és a fokozódó kockázatkerülés következtében tovább mérséklődő hitelaktivitás, a fokozódó pénzügyi piaci bizonytalanságok miatt drasztikusan csökkenő üzleti bizalom, és az országok többségében szükségessé váló fiskális kiigazítás egyaránt negatívan érinti mind a beruházást, mind a fogyasztást. Az exportorientált növekedést a globális kereslet várható mérséklődése, a fogyasztást és a beruházást pedig több tagországban is bejelentett jelentős fiskális kiigazító csomagok foghatják vissza.

A tavalyi év vége óta az eurozóna inflációja folyamatosan meghaladja a 2 százalék körüli szinten meghatározott inflációs célt (4-8. ábra). Az indexet főként az energia- és nyersanyagárak alakulása tartja továbbra is magasan. A piaci elemzők és a nagy nemzetközi intézetek várakozásai szerint is, az elkövetkezendő hónapokban az áremelkedés üteme a cél felett alakulhat, majd ezt követően mérséklődésnek indulhat és a cél körül alakulhat. A középtávú inflációs

4-9. ábra
EMBI Global szpredek alakulása



Forrás: Bloomberg.

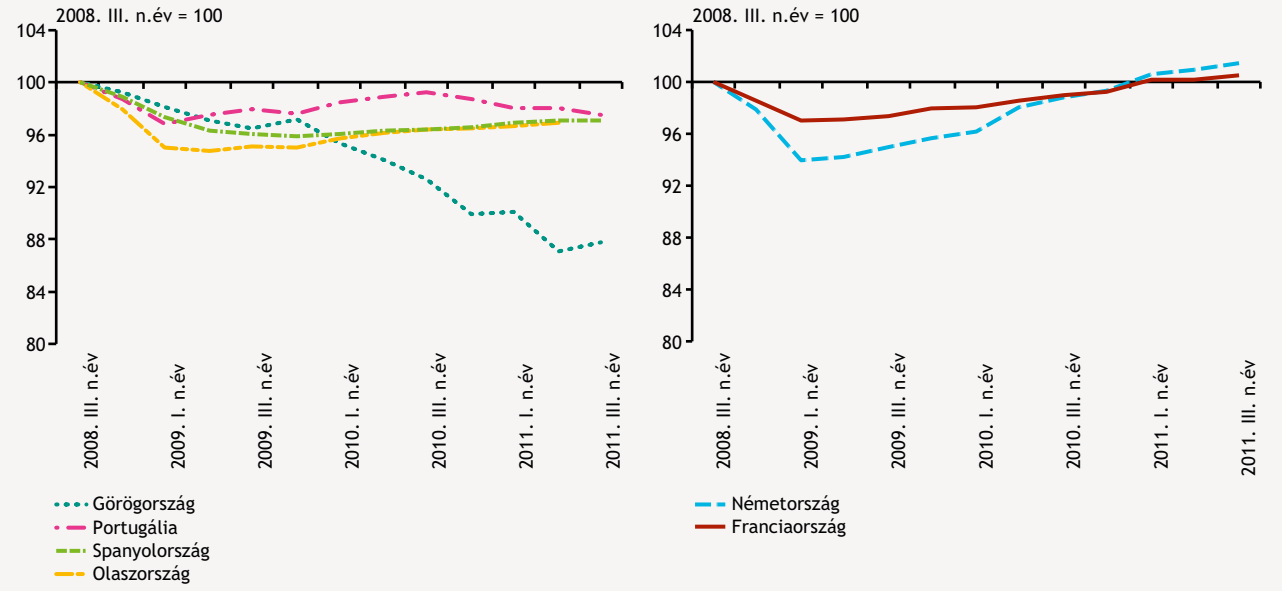
pálya körül a kockázatok alapvetően szimmetrikusak. Lefelé mutató kockázatként említhetők a vártnál gyengébb növekedési kilátások. Ezzel szemben a fiskális konszolidáció miatt szükségessé váló, az eurozóna több tagállamában tervezett indirektadó- és szabályozottár-emelés a magasabb inflációs pálya kialakulásának irányába mutatnak.

Az euro árfolyama a vizsgált időszakban a vezető devizákkal szemben összességében nem változott érdemben. A dollárral szemben a 2010. nyári szinteknél lényegesen erősebb szinteken tartózkodik és az euro/dollár implikált volatilitás is alacsony a válságban tapasztalt értékekhez képest (4-9. ábra). A kockázatok aszimmetriáját mutató ún. risk reversal jegyzések az időszak végén a rekordszintek közelétől lejjebb kerültek. Ezek az instrumentumok azonban még így is azt mutatják, hogy egy nagyobb euroleértékelődés kockázata rendkívül magas – az ilyen esemény ellen történő opciós biztosítás ára drága –, ami az eurozóna jövőjével kapcsolatos aggályokat tükrözi.

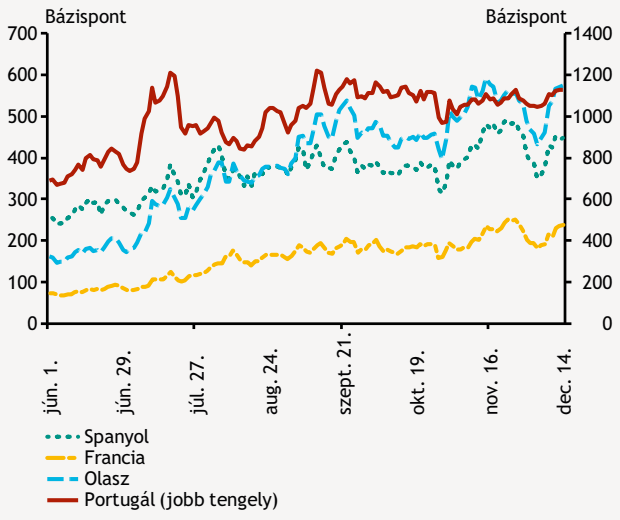
A folyamatokat részleteiben tekintve, az övezeten belül jelentősen elválik a mag- és a perifériaországok helyzete. Bár gazdasági indikátoraik az előző negyedévhez képest visszafogottabb dinamikát mutatnak, a növekedést továbbra is a német és a francia gazdaság húzza. Mindkét ország növekedése döntően az ázsiai országok exportkeresletére alapoz, ám a relatíve kedvező munkapiaci helyzet is támaszt nyújt a belföldi keresletnek (4-10. ábra).

Az eurozóna számára a legnagyobb kihívást továbbra is a perifériaországok problémái jelentik. A szuverén adósság-

4-10. ábra
GDP alakulása az eurozónában
(2008 harmadik negyedév = 100)

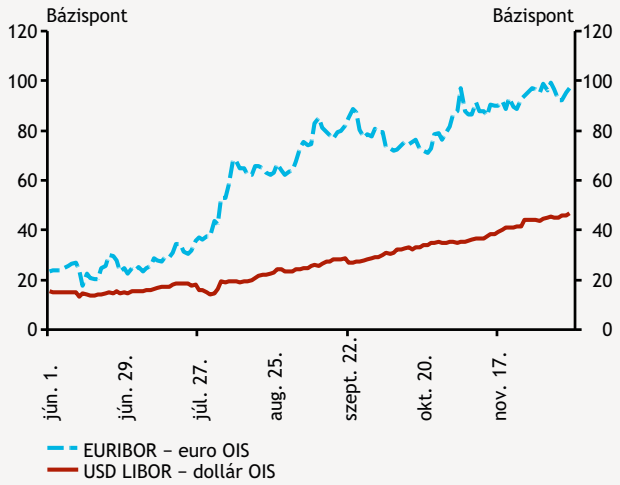


4-11. ábra
Eurozóna szuverén CDS-ek alakulása



Forrás: Bloomberg.

4-12. ábra
LIBOR–OIS szpred alakulása



Forrás: Thomson Reuters.

hoz és az egyes országok pénzügyi rendszerének stabilitásához kapcsolódó aggodalmak tovább erősödtek, és egyben a növekedési kilátások drámai romlásához vezettek. Görögországban és Olaszországban is szakértői kormányok alakultak, amelyek a fiskális pálya fenntarthatóvá tételét tűzték ki célul (4-11. ábra). A költségvetés egyensúlyát javító intézkedések azonban növekedési áldozattal járnak. Jövőre a válság gócpontjainak tekinthető államokban recesszióra lehet számítani.

A pénzügyi fertőzés csatornái közül a vizsgált időszakban a befektetők a nagyobb eurozóna szuverének, azon belül is leginkább Olaszország felé történő válságterjedés lehetőségére koncentráltak. Az olasz állampapírhozamok november közepén a kritikusnak ítélt 7 százalék köré emelkedtek, emellett az eurozónában általánosan is a hozamok és CDS-felárak érdemi növekedése volt megfigyelhető. A befektetői hangulat további romlására az EKB a másodpiaci kötvényvásárlásainak fokozásával reagált. Decemberben az EU-tagállamok többségének vezetői gazdaságpolitikai intézkedéscsomagban állapodtak meg. Ennek értelmében a jövőben emelik a válságra elkülönített pénzügyi tartalékokat, előrehozzák az ESM (European Stability Mechanism) létrehozását és kilátásba helyezik a költségvetési fegyelem erősítésére szolgáló közösségi szabályozás kialakítását. Mivel az intézkedések pontos jogi háttere, illetve azok hatékonysága a válságkezelésében egyelőre bizonytalan, az első piaci reakciók mérsékeltek voltak. A kockázatokat fokozza, hogy a csomag elfogadása nem tudott érdemi hatást gyakorolni a hitelminősítők helyzetértékelésére, így továbbra is kilátásban maradt több ország hitelminősítésének rontása.

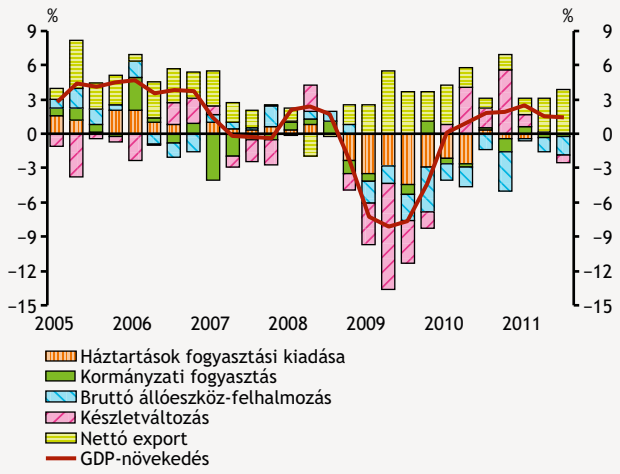
A fertőzés másik releváns csatornája – a válság európai bankrendszer irányába történő terjedése – ebben az időszakban a periféria szuverén kötvénypiacnál kisebb hangsúlyt kapott, de a helyzet éleződése nyomon követhető az emelkedő banki CDS-felárakban, Libor–OIS és TED-szpredekben (4-12. ábra). A bankközi bizalom erősítése érdekében az Európai Bankszövetség 2012. június 30-ig bezárólag kötelezővé tette az európai bankok számára a 9 százalékos tőkemegfelelési szint elérését. Bár az előírás mérsékelheti a bankrendszer feszültségeit, magában hordozza azt a kockázatot, hogy a banki hitelezés – és így a beruházási aktivitás – tovább mérséklődik.

Előre tekintve, az eurozóna folyamatait a válság kezelésének módja és annak piaci, illetve hitelminősítői fogadtatása határozza meg. A jelenlegi intézkedések eredményességét azonban kétségessé teszi, hogy a piaci szereplők továbbra is reális lehetőségként értékelik az eurozóna perifériaországait érintő válság nagyobb eurozóna szuverénekre és/vagy az európai bankrendszerre történő átterjedését.

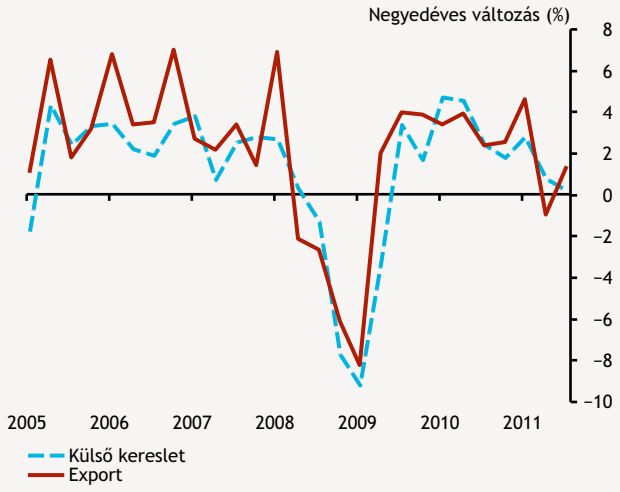
4.2. Aggregált kereslet

A harmadik negyedévben ismét élénkült a gazdasági növekedés. A gazdaság motorja továbbra is a külső kereslet, miközben a belföldi felhasználási tételek visszafogottan alakultak. A nemzetközi konjunktúra lendülete negyedévről negyedévre mérséklődik, így 2011 végén a hazai növekedési lehetőségek is szűkülnek.

4-13. ábra
A hazai éves GDP-változás szerkezete



4-14. ábra
A külső kereslet és az export alakulása*



** 2011. III. negyedév ténybecslés.*

A második negyedévi stagnálás után 2011 harmadik negyedévében ismét élénkült a gazdasági növekedés. A negyedéves alapon mért gyorsulás elsősorban az exportnak volt köszönhető. Ezzel szemben a belföldi kereslet tovább mérséklődött (4-13. ábra). A fogyasztás az év eleji adóintézkedések, illetve a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok nyári folyósítása ellenére sem élénkült érdemben. A beruházási aktivitás néhány nagy feldolgozóipari projekttől eltekintve általánosan gyenge maradt. 2011 végén azonban már a növekedés támaszának számító export lendülete is csökkenhet.

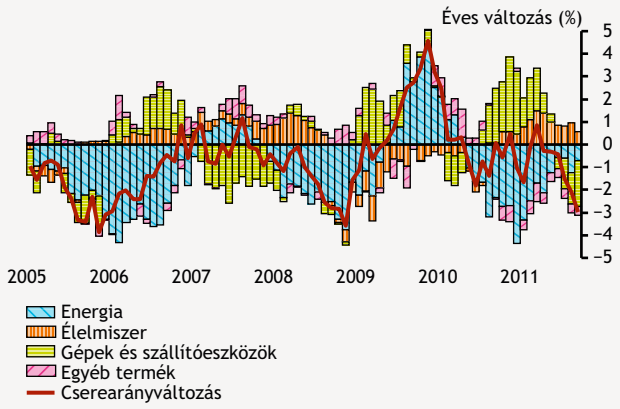
4.2.1. KÜLKERESKEDELEM

Felvevőpiacaink kereslete több negyedéve trendszerűen lassul, ugyanakkor a harmadik negyedév átmeneti élénkülést hozott. Ennek oka, hogy a márciusi japán földrengés okozta alkatrész-ellátási zavarok enyhültek. Az átmenetileg javuló külső kereslet a hazai ipari exportot is élénkítette. Emellett a forint jelentős leértékelődése, illetve a kedvező mezőgazdasági termés is segíthette a kivitelt (4-14. ábra).

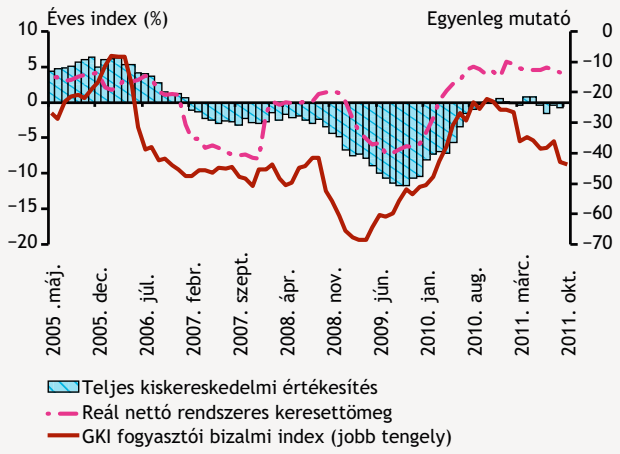
Eközben az import stagnált a harmadik negyedévben. Bár az exportőr vállalatok közbülső termékek iránti importkereslete nőtt, a belső kereslet gyengélkedése miatt a fogyasztási és beruházási célú import visszafogottan alakult. Így a nettó export továbbra is érdemben támogatta a gazdasági növekedést. Az év utolsó hónapjaiban a nemzetközi konjunktúra lassulásával a hazai export mérséklődésére számíthatunk, ám a gyenge belföldi kereslet következtében a nettó export várhatóan továbbra is erős pozitív növekedési hozzájárulást mutathat.

A cserearány tovább romlott a harmadik negyedévben. Az energiahordozók világpiaci ára emelkedett az előző évhez képest, ami nettó energiaimportőrként kedvezőtlenül érinti a magyar gazdaságot. Emellett a gépipari termékek cserearánya is romlott, ami összefüggget a gyengülő konjunktúra-

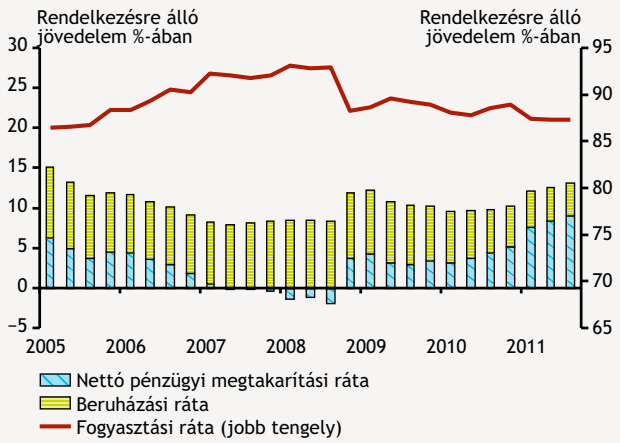
4-15. ábra
A cserearány éves változása



4-16. ábra
A globális nyersanyagárak alakulása



4-17. ábra
Az eurozóna inflációjának alakulása



Megjegyzés: MNB becslés. A mérlegegyezőség éves átlagban teljesül.

kilátásokkal. E negatív hatásokat tompította az élelmiszerek cserearányának javulása, amely a tavalyinál magasabb mezőgazdasági áraknak volt köszönhető (4-14. ábra).

4.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A harmadik negyedévben is stagnált a háztartások fogyasztása. Az év eleji adóintézkedések után a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok augusztusi folyósítása sem vezetett a lakossági fogyasztás érzékelhető élénküléséhez. Ennek oka, hogy a romló és bizonytalanabbá váló makrogazdasági kilátások nyomán erősödhettek az óvatossági motívumok a háztartások viselkedésében. Emellett a leértékelődő árfolyam a háztartások mérlegkiigazítási folyamatát is érdemben lassítja, tovább mérsékelve a fogyasztási keresletet.

Rövid távon a kifizetett reálhozamok nagyobb hányada megtakarításokban és hitelek törlesztésében jelentkezhetett. Ugyanakkor nem zárható ki, hogy a várt januári áfaemelés előtt a fogyasztási döntések előrehozásában a reálhozamok késleltetett elköltése is megjelenhet. Ezt a hatást tompíthatja, hogy a devizahitelek kedvezményes végtörlesztése rövid távon vásárlásaik elhalasztására ösztönözheti a háztartásokat. Összességében az év utolsó hónapjaiban is csak visszafogott lakossági költekezésre számíthatunk (4-16. ábra).

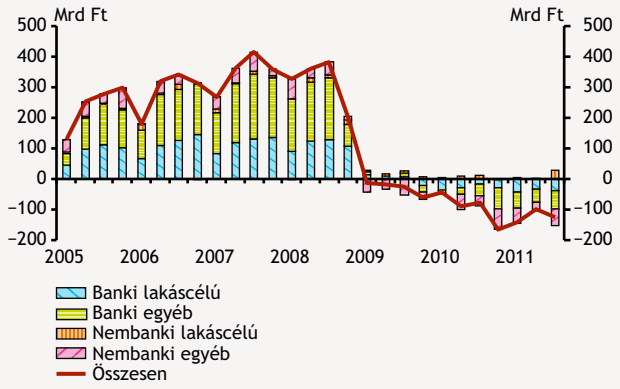
A lakossági jövedelmeket övező kockázatok egyik forrása a konjunkturális kilátások romlása. A foglalkoztatás a nyári hónapokban stagnált, a bérek dinamikája pedig az évkezdet óta mérséklődött. A jövőre vonatkozó kilátások a nemzetközi konjunktúra romlásával párhuzamosan borúsabbá váltak. A makrogazdasági kockázatok a lakossági bizalmi indikátor értékének alakulásában is tükröződnek, amely az elmúlt hónapokban ismét nagyobb mértékben romlott (4-17. ábra).

A hitelezési folyamatok továbbra sem támogatják a háztartások fogyasztását és lakásberuházásait. A háztartások hitelállománya a harmadik negyedévben tovább csökkent.[6]

A háztartások hitelkeresletét a romló kilátások mellett továbbra is visszafogja a forint leértékelődése a svájci frankhoz képest. A svájci frank erősödése egyrészt növeli a devizahitelek törlesztőterheit, másrészt érdemben lassítja a háztartások mérlegalkalmazkodását, amit a lakosság új hitelek felvételének elhalasztásával kompenzálhat. A gyenge kereslet mellett kínálati oldalról a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága is korlátozza a lakossági hitelezést, aminek hatása a szigorú ár- és nem árjellegű kondíciók fennmaradásában jelentkezett (4-18. ábra).

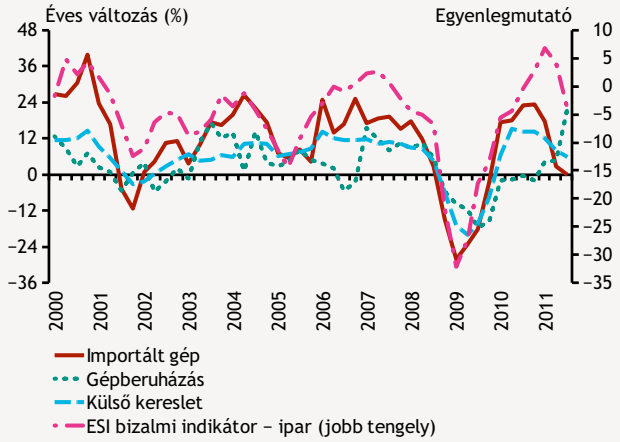
[6] A pénzügyi vállalkozások nettó lakáshitel-állományának növekedése kizárólag a banki hitelportfólióból követeléskezelésre átvett állományokhoz kapcsolódik, nem pedig új hitelek kihelyezéséhez.

4-18. ábra
A háztartások belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása

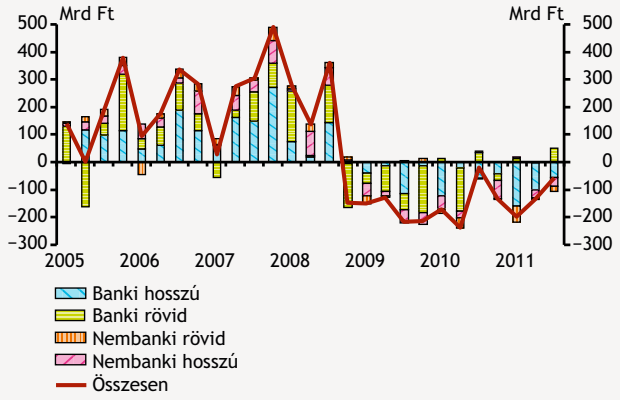


A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.
Forrás: MNB.

4-19. ábra
A globális nyersanyagárak alakulása



4-20. ábra
Az eurozóna inflációjának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás. A nembanki hitelek utolsó időszaki változása becslés.
Forrás: MNB.

4.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A beruházások 2011 második felében is rendkívül visszafogottan alakulhattak. Néhány nagy feldolgozóipari projekttől eltekintve általánosan gyenge beruházási aktivitás jellemezte a vállalati szektort. A szigorú hitelkondíciók mellett a gyengülő keresleti feltételek, és a jövő évi makrogazdasági, illetve szabályozási környezettel (különösen a várható bérköltségekkel) kapcsolatos bizonytalanságok erősödése is a beruházások visszafogására vagy elhalasztására ösztönözheti a vállalatokat (4-19. ábra).

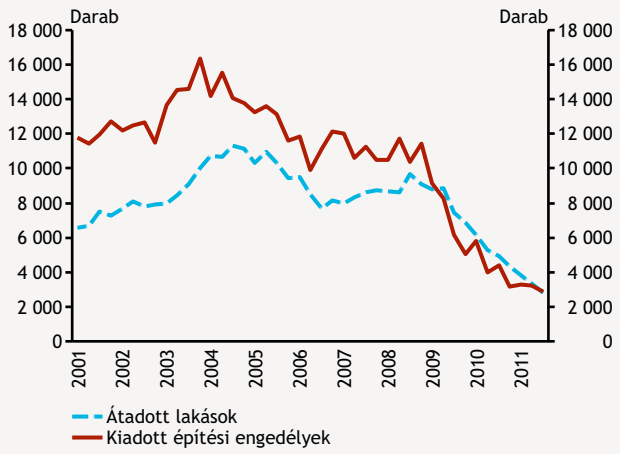
Bár a korábbi negyedévekhez képest mérséklődött a visszaesés üteme, a harmadik negyedévben folytatódott a vállalatihitel-állomány csökkenése: több mint 50 milliárd forinttal csökkent a nettó hitelállomány. Csupán a rövid lejáratú bankhitelek növekedtek, elsősorban a feldolgozóipar forgóeszköz-finanszírozási igényének köszönhetően. Eközben a hosszú lejáratú hitelek a gyenge beruházási aktivitással összhangban tovább csökkentek. A romló gazdasági kilátások, valamint a bankok gyengülő tőkepozíciója miatt egyre határozottabban érvényesülnek a hitelezés visszafogásának jelei. Elsősorban a belföldi piacokra termelő kkv-szektor szembesül erős kínálati korlátokkal (esetükben a rövid lejáratú finanszírozás is nehézségekbe ütközik). Ezzel szemben az exportra termelő nagyvállalatok hitelezéséért erős verseny folyik a bankok között (4-20. ábra).

A lakossági beruházások csökkenése folytatódott 2011 második felében. A lakáspiaci folyamatok jellemzően nagy késésekkel követik a konjunktúra ingadozásait. A válság kezdete óta folyamatosan esett az átadott új lakások és a kiadott építési engedélyek száma is. A romló növekedési kilátások és a szigorodó hitelfeltételek mellett továbbra sem számíthatunk a kereslet élénkülésére, miközben kínálati oldalról a végtörlesztés és a kényszerértékesítések további lefelé mutató árnyomást okozhatnak az egyébként is túlkínálatos ingatlanpiacon. Összességében ingatlanpiaci fordulatra rövid távon nem számíthatunk (4-21. ábra).

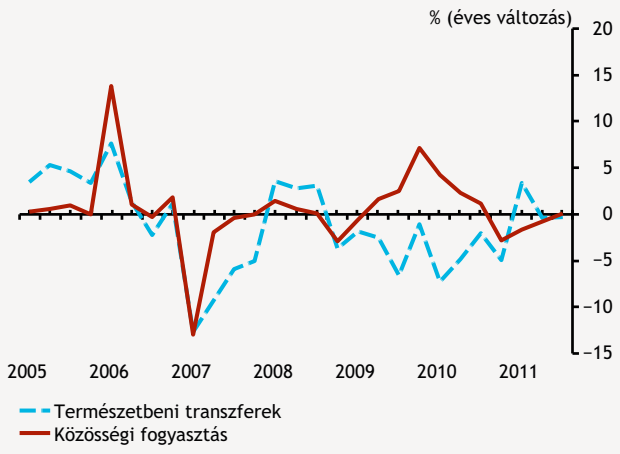
4.2.4. KÉSZLETFELHALMOZÁS

Az ismét romló makrogazdasági kilátások a készletállomány csökkenése irányába mutatnak. Ennek mértékét tompíthatja, hogy a vállalatok a bizonytalan kilábalás miatt aktuálisan alacsonyabb készleteket tarthatnak, mint a válság előtti időszakban. Összességében a romló konjunktúra hatására az iparban kisebb készletleépítés következhet be, mint amit 2008–2009-ben megfigyelhettük. Sőt, a kedvező mezőgazdasági termés betakarítása nyomán átmenetileg akár emelkedhet is a nemzetgazdasági készletek szintje.

4-21. ábra
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma



4-22. ábra
A kormányzati fogyasztás változása



4.2.5. KÖZVETLEN ÁLLAMI KERESLET

A költségvetési hiánycél elérését prioritásként kezelő kormányzati politika nyomán visszafogottan alakult az állam által támasztott kereslet 2011-ben. Sem a bérjellegű, sem a dologi kiadások nem növekedtek tavalyhoz képest. Másfelől a közmunkaprogramok idei felfutása emelhette a kormányzati fogyasztás volumenét.

Emellett az állami szektor beruházásai is visszafogottan alakultak, a magasabb 2010. évi érték után a felhalmozási kiadások visszatérhettek a korábbi évek átlagos szintjére (4-22. ábra).

4-1. keretes írás
Lakossági jövedelmek és jövedelemfelhasználás 2011 első három negyedévében

Keretes írásunkban azt vizsgáljuk, hogyan alakult a háztartások rendelkezésre álló jövedelme 2011 első három negyedévében, illetve, hogy a lakosság hogyan használta fel a jövedelmét.

A háztartási szektor 2011 első három negyedévében jelentős mértékű többletjövedelemhez jutott, ennek ellenére rendelkezésre álló jövedelme az egyéb – nem bérből vagy állami transzferből származó – jövedelmek visszaesése miatt reálértelemben csak minimálisan növekedett. A kormányzati intézkedések (egyrészt az adóintézkedések, másrészt a reálhozamok kifizetése) a lakosság felé történő jövedelemátcsoportosítást jelentettek. Emellett ugyanakkor a lakosság által kapott pénzügyi transzfer reálértelemben csökkent (többek között az álláskeresési járadék jogosultsági idejének rövidülése, a táppénz szigorítása és a családi pótlék befagyasztása eredményeként). A lakosság egyéb jövedelmének[7] reálértéke pedig 2011 eddigi szakaszában jelentős mértékben visszaesett. Összességében

[7] A háztartások rendelkezésre álló jövedelmének mintegy harmadát kitevő egyéb jövedelmekről csak a felhasználási tételek és a bérek, illetve pénzbeli juttatások alapján számított közvetett adataink vannak rövid időn belül. A KSH jelentős késéssel közzéteszi az egyéb jövedelmeket alkotó főbb tényezők – vállalkozói egyéb jövedelem, pénzügyi vagyonból és lakástulajdonból származó jövedelem – alakulását is (részletesebben lásd a 2008. augusztusi inflációs jelentés 1. keretes írását). A válság hatására ezek a tényezők csökkenhettek (a nettó kamatbevétel, illetve az ingatlanügyletek, építőipar és kiskereskedelem mérséklődésével), aminek része lehetett abban, hogy az egyéb jövedelmek reálértéke a korábbi években is mérséklődött.

4-1. táblázat
A háztartási szektor jövedelmi és felhasználási oldali folyamatai
(milliárd forint)

	2010. I–III. név	2011. I–III. név	Változás	Inflációszűrt változás
(1) Nettó keresettömeg	4 707	5 146	439	255
ebből adókiengedés		*300*	*300*	
(2) Pénzügyi transzfer	3 340	3 391	51	–79
(3) Reálhozam		233	233	233
(4) Egyéb jövedelem (A+B+C–1–2–3)	3 567	3 428	–139	–278
Keletkezési oldal összesen (1+2+3+4)	**11 614**	**12 198**	**584**	**131**
(A) Fogyasztási kiadás	10 281	10 661	379	–22
(B) Pénzügyi megtakarítás	637	1 010	373	348
(C) Beruházás	695	527	–168	–195
Felhasználási oldal összesen (A+B+C)	**11 614**	**12 198**	**584**	**131**

A táblázatban szereplő adatok nominális és (a beruházást kivéve) szezonálisan igazítatlan értékek. A pénzügyi megtakarítás adata – az összehasonlíthatóság kedvéért – figyelmen kívül hagyja a magánnyugdíj-pénztári megtakarításokat

tehát a jelentős egyszeri jövedelemjuttatások ellenére a lakosság rendelkezésre álló jövedelme reálértéken csak kismértékben, alig 1 százalékkal haladta meg 2010 hasonló időszakának szintjét (4-1. táblázat). Így végső soron a fogyasztási kiadások szinten maradása összhangban van a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének visszafogott növekedésével.

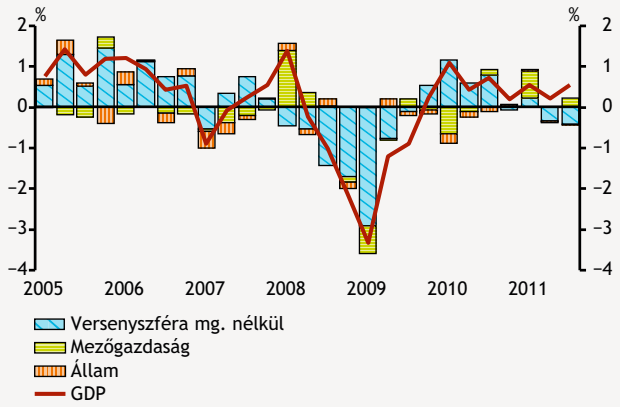
A jelentős adókiengedés és a reálhozam kifizetése mellett 2011 első három negyedévében a lakosság fogyasztási kiadása reálértelemben enyhén, beruházási kiadásai jelentősebben csökkentek, miközben pénzügyi megtakarítása számottevő mértékben emelkedett (4-1. táblázat). A megtakarítási adatok értelmezéséhez a jövedelmi folyamatokon túl a lakossági beruházás alakulását is érdemes megismerni. 2011 első három negyedévében ugyanis a tavalyi év hasonló időszakához viszonyítva – a lakásépítési statisztikákkal összhangban – a lakosság mintegy 170 milliárd forinttal tovább mérsékelte beruházási kiadásait. A kedvezőtlen hitelfelvételi lehetőségek, illetve az óvatosság miatt elhalasztott beruházások összességében vélhetően elsősorban a pénzügyi megtakarításokat növelték. A korábban jellemzőnél magasabb pénzügyi megtakarításhoz a csökkenő beruházás mellett ugyanakkor több tényező is hozzájárulhatott:

- az óvatossági motívum erősödése – összefüggésben a lakossági várakozások romlásával – támogathatta a háztartások megtakarításainak emelkedését;
- a lakosság a többletjövedelemre csak egyszeri jövedelemforrásként tekint, vagyis permanens jövedelmét nem növeli, így ebből az összegből jobban növelte megtakarításait;
- az adókiengedés és reálhozam-fizetés a nagycsaládosok mellett, döntően a magasabb jövedelműeknek kedvezett, akiknek átlagosan nagyobb a megtakarítási rátája;
- a reálhozamra korábban félretett nyugdíj-megtakarításként tekintett a lakosság, ezért annak összegét megtakarította;
- a reálhozam csak az időszak végén került kifizetésre, és ennek egy részét a későbbiekben még elfogyaszthatják, így a pénzügyi megtakarítás átmenetileg nagyobb lehet a hosszabb távon várhatónál;
- a végtörlesztés bejelentése a fogyasztási kiadásai elhalasztására késztethette a lakosságot a III. negyedévben, mely így átmenetileg hozzájárulhatott a megtakarítások emelkedéséhez.

4.3. Termelés és potenciális kibocsátás

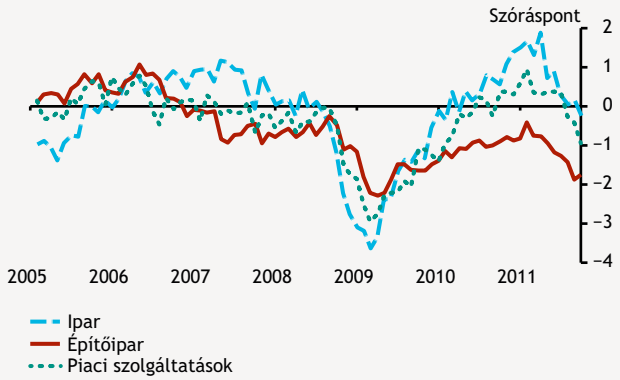
A harmadik negyedévben élénkült a nemzetgazdaság kibocsátása. Ebben kiemelt szerepet játszott a mezőgazdaság, melynek teljesítménye a gyenge 2010. év után a historikus átlag közelébe tért vissza. A versenyszféra nagyobb ágazatainak dinamikája tovább lassult. Az ipar a gyengülő nemzetközi kereslet miatt egyre kevésbé tudja támogatni a nemzetgazdaság növekedését. Eközben a szolgáltatások és az építőipar növekedését a tartósan gyenge belföldi kereslet gátolja. A gazdaság növekedési potenciáljáról alkotott képünk romlott a szeptemberi inflációs jelentés óta, melyben kiemelt szerepet játszik a korábbi évek beruházási adatainak revíziója.

4-23. ábra
Ágazatok hozzájárulása a GDP negyedéves változásához



Megjegyzés: A hozzájárulások nem adják ki a GDP összegét, a különbséget a termékadók és támogatások egyenlege, valamint aggregációs hiba okozza.

4-24. ábra
A versenyszféra ágazatainak ESI-bizalmi indexei*
(2005-2011)



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

A harmadik negyedévben élénkült a nemzetgazdaság kibocsátása. A növekedésben kiemelt szerepet játszott a tavalyinál kedvezőbb mezőgazdasági termés. Emellett a feldolgozóipari export is támogatta a gazdasági növekedést. A növekedési alapfolyamatok azonban fokozatos lassulásra utalnak az év kezdete óta (4-23. ábra).

A versenyszféra teljesítményét továbbra is a külföldi és belföldi kereslet kettőssége határozta meg. Fő felvevőpiacaink kereslete fokozatosan lassul, ám a harmadik negyedévben még érdemben támogatni tudta az exportorientált ágazatok növekedését. A belföldre termelő ágazatok ugyanakkor stagnáló fogyasztási és visszaeső beruházási keresslettel szembesülnek.

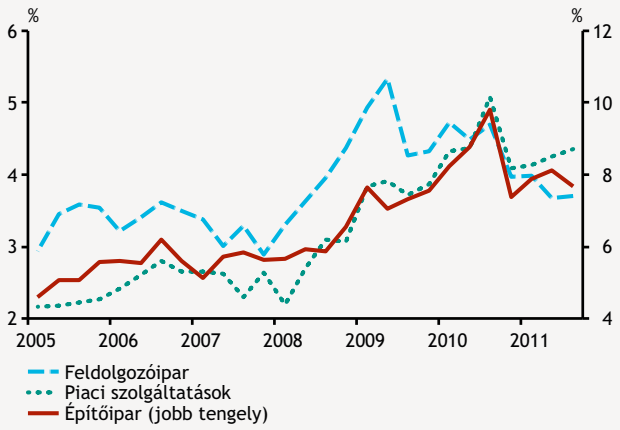
Az ipari konjunktúrát a harmadik negyedévben is az exportértékesítések támogatták. Ezzel szemben a gyenge hazai kereslet a belföldi értékesítések további csökkenéséhez vezetett. Ám a külső kereslet lassulása miatt a szektor egyre kevésbé támogathatja a nemzetgazdaság növekedését (4-24. ábra).

A szolgáltatóágazatokon belül csupán az iparhoz szorosabban kötődő szektorok (pl. szállítás) mutattak növekedést. A gyenge fogyasztási kereslet visszafogta a kereskedelmi ágazat teljesítményét. A visszaeső hitelaktivitás és a gyengélkedő ingatlanpiac pedig a pénzügyi és ingatlanszolgáltatások hozzáadott értékének erős visszaeséséhez vezettek.

Az építőipar kibocsátása 2011 második felében tovább csökkent. Az állami infrastrukturális beruházások idén mérséklődtek, a lakáspiacon pedig folytatódott a visszaesés.

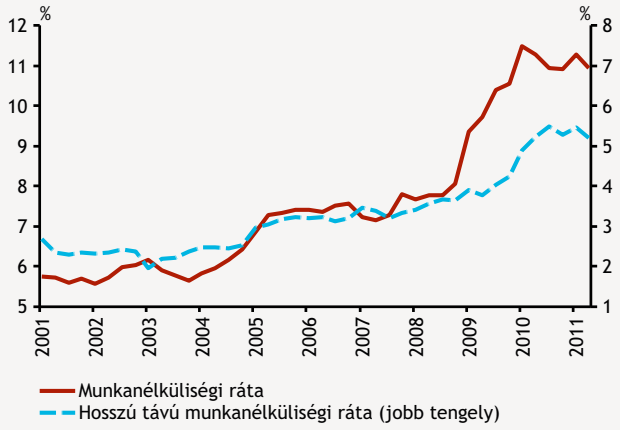
A mezőgazdaság az előzetes termésadatok alapján 2011-ben átlagos évet zárt, ám a gyenge 2010-es évhez képest így is

4-25. ábra
Vállalati csődráták alakulása*



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

4-26. ábra
A hosszú távú munkanélküliség alakulása



két számjegyű növekedést mutatott. A szektor számottevően járult hozzá a harmadik negyedévi hozzáadott értékhez. Mivel a mezőgazdasági termés zöme a második-harmadik negyedévekben kerül betakarításra, ezért 2011 végén az agrárium pozitív növekedési hatása mérséklődhet.

A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk romlott a szeptemberi inflációs jelentés óta. Ebben jelentős szerepet játszottak a nemzeti számlákban végrehajtott revíziók. A felülvizsgált adatok a korábban ismertnél lényegesen alacsonyabb beruházási aktivitásról tanúskodnak a válság óta. Emellett a változatlanul magas vállalati csődráták a tőkeállomány további leépülését jelzik (4-25. ábra). Így a tőkefelhalmozás a korábban feltételezettnél kevésbé támogathatta a termelőkapacitások bővülését (erről bővebben 4-2. keretes írásban írunk).

A munkakínálat csak szerény mértékben járulhat hozzá a termelési potenciál növekedéséhez. Bár a munkapiaci aktivitás a válság óta emelkedett, a tartós munkanélküliek aránya magas szinten stabilizálódott. A tartósan állás nélkül maradók képességei idővel megkopnak, ami nehezíti ismételt elhelyezkedésüket (4-26. ábra).

4-2. keretes írás
Keretes írás a nemzeti számlák revíziójáról és a potenciális növekedésről alkotott képünk változásáról

A KSH szeptember végén publikálta a 2010. évi előzetes Nemzeti Számlákat. A szokásos adatjavításokon felül számos módszertani újítást vezettek be, melyek az idősorokat egészen 1995-ig visszamenően érintik. A szokásos rutinszerű adatmódosításokon felül a legjelentősebb módszertani változás a készlet és statisztikai hiba tételeket érintette. A változások közül a legfontosabbak:

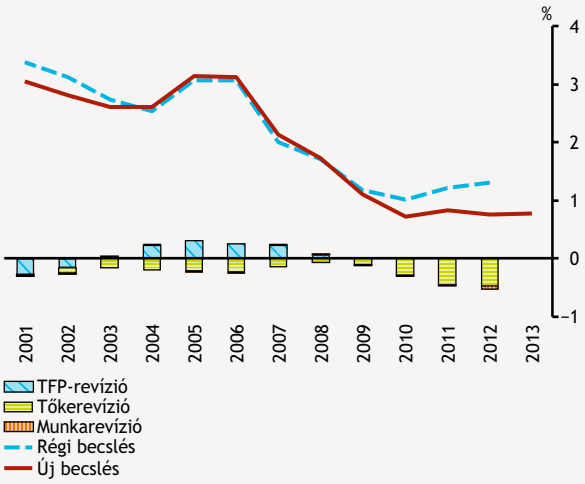
- Az egyéni vállalkozók bruttó hozzáadott értékének becslése új modellel;
- Illegális tevékenységek elszámolásának korrekciója;
- Szerencsejátékra fordított lakossági kiadások revíziója;
- Áfarezidensek elszámolása;
- Statisztikai hiba tétel megszüntetése.

A változtatások eredményeképp a főbb felhasználási tételek mellett a GDP szintje is változott. Ez a módosítás 1996 és 2010 közötti periódus átlagos GDP-növekedését 0,2 százalékponttal csökkentette, miközben a növekedés időbeli lefutását is érdemben módosította. A korábban „arany éveknek” számító 1996 és 2001 közötti időszak átlagos növekedése 0,6 százalékponttal lett alacsonyabb. A válságot megelőzős években – 2004 és 2006 között – a korábban érzékeltnél nagyobb gyorsulást láthattunk, míg 2007-ben mintegy 0,7 száza-

4-2. táblázat
A revízió főbb változásainak bemutatása

	1996–2001		2002–2010	
	Korábbi	Revideált	Korábbi	Revideált
Háztartásiok fogyasztása	3,1	3,1	2,0	1,6
Transzferek a kormányzattól	0,5	0,5	1,0	0,7
Közösségi fogyasztás	0,2	0,1	1,2	1,4
Bruttó állóöeszköz-felhalmozás	6,6	6,6	1,6	0,4
Belföldi felhasználás	3,9	3,3	0,7	0,9
Export	14,6	14,6	9,0	8,9
Import	15,0	15,0	7,6	7,6
Bruttó hazai termék	3,7	3,1	1,7	1,8

4-27. ábra
Potenciáliskibocsátás-becslésünk változása



Megjegyzés: Az oszlopok a termelési tényezők növekedési hozzájárulásában végrehajtott revíziót jelölik.

lékkal lefelé revideálódott az éves változás indexe. A belső tételek esetében leginkább a háztartások fogyasztása és a bruttó állóeszköz-felhalmozás változott a statisztikai hiba revíziója kapcsán. A revízió hatására a nominális GDP szintje 372 milliárd forinttal (1,4 százalék) csökkent.

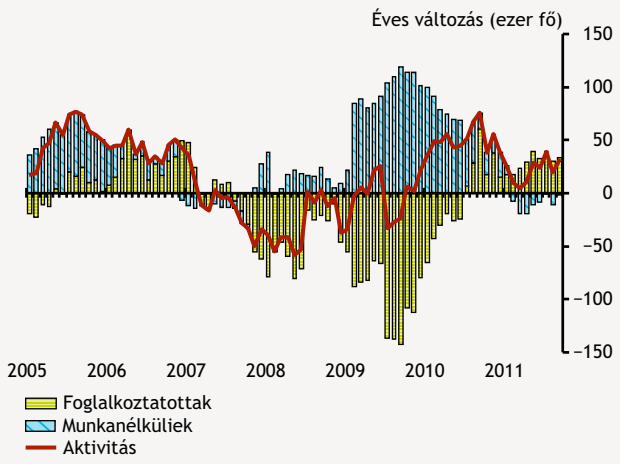
A GDP-adatok revíziója rontotta a kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk a szeptemberi inflációs jelentés óta. Ebben jelentős szerepet játszottak a nemzeti számlákban végrehajtott revíziók. A felülvizsgált adatok a korábban ismertnél lényegesen alacsonyabb beruházási aktivitásról tanúskodnak a válság óta. Így a tőkefelhalmozás a korábban feltételezettnél kevésbé támogathatta a termelőkapacitások bővülését. Emellett a változatlanul magas vállalati csődráták a tőkeállomány további leépülését jelzik előre (4-27. ábra).

Az alacsonyabb potenciális növekedés arra utal, hogy a fiskális bevételeket meghatározó gazdasági alapfolyamatok is kedvezőtlenebbek lehetnek. Ennek következtében a költségvetési egyenleg ciklikus pozíciója is zártabb lehet a korábban gondoltnál.

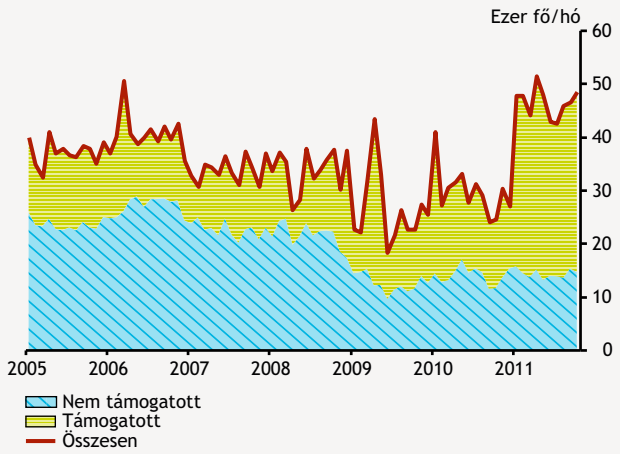
4.4. Foglalkoztatás és munkapiac

A növekedési kilátások újbóli romlásával párhuzamosan 2011 közepén megállt a nemzetgazdasági foglalkoztatás elmúlt negyedévekben megfigyelt lassú bővülése. Az állami szektorban dolgozók száma stagnált, miközben a versenyszféra munkaerő iránti keresletében már csökkenést lehetett érzékelni. A gazdasági növekedést övező kockázatok erősödése a versenyszféra munkaerő-keresletében ismét előtérbe helyezte a rugalmasabb foglalkoztatási formák alkalmazását.

4-28. ábra
Az aktivitás éves változásának megoszlása
(2005–2011)



4-29. ábra
Kiírt új álláshelyek számának alakulása
(2005–2011)



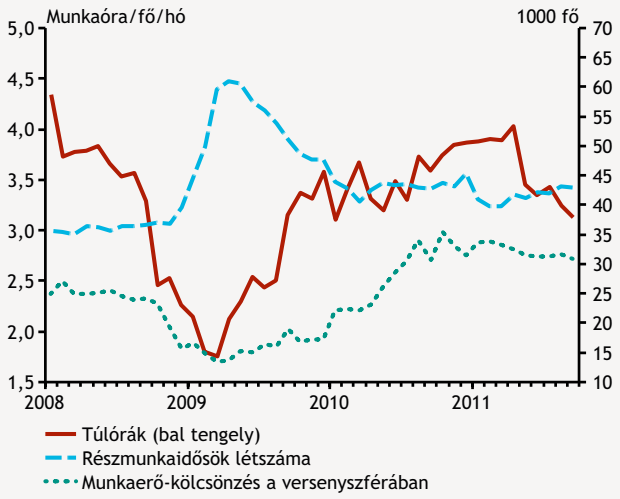
Forrás: NFSZ.

Az elmúlt negyedévben is tovább folytatódott a hazai munkapiaci aktivitásnak a válság kitörése óta megfigyelt növekedése. A korábbi évek kormányzati intézkedéseinek (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantnyugdíjba vonulás feltételeinek szigorítása) aktivitást bővítő hatásai változatlanul érvényesülnek, amit 2012-től tovább erősíthetnek a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram keretében már bejelentett (álláskeresési támogatás átalakítása, a táppénzre vonulás szabályainak változása, valamint a rokkantnyugdíjasok jogosultságainak felülvizsgálata) újabb munkapiaci aktivitást növelő intézkedések (4-28. ábra).

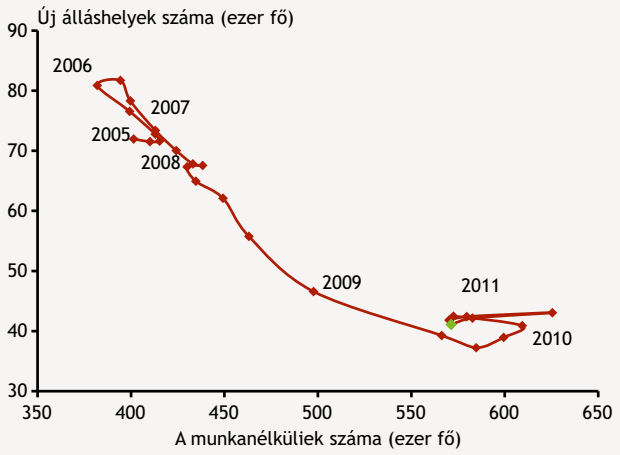
A növekvő munkakínálatot az év első felében nagyobb részben az állami közmunkaprogramok újbóli kiírása szívta fel, miközben a versenyszféra munkaerő iránti kereslete a konjunkturális kilátások elbizonytalanodásával ismételten lassult. A kiírt új álláshelyek száma a versenyszektorban – ebben az évben – elmaradt a válság előtti szinttől, jelentős számú új álláshely csak az állami közfoglalkoztatási programok keretében keletkezett. Az év második felében a közmunkaprogramokban részt vevők száma nem bővült tovább (4-29. ábra). A közmunkaprogramot leszámítva a közszférában foglalkoztatottak létszáma fokozatosan mérséklődött. Az állami foglalkoztatást 2012-ben a közfoglalkoztatási programok további bővítése emelheti.

Az elmúlt hónapok makrogazdasági eseményei és a beérkező reálgazdasági adatok nemcsak hazai, hanem nemzetközi szinten is rosszabb növekedési környezetet vetítenek előre. A vállalatok a bizonytalan gazdasági környezethez első lépésben a rugalmasabb foglalkoztatási formák (részmunkaidős és kölcsönzött munkaerő foglalkoztatása) egyre szélesebb körű alkalmazásával igazodtak. Ennek hatása különösen a feldolgozóiparban volt megfigyelhető, ahol a teljes munkaidőben foglalkoztatottak aránya a részmunkaidősök javára csökkent az elmúlt hónapokban. A szolgáltatószektorban dolgozók számának emelkedése a munkaerő-köl-

4-30. ábra
A túlórák, a részmunkaidősök és a kölcsönzött munkaerő létszámának alakulása a feldolgozóiparban



4-31. ábra
A Beveridge-görbe alakulása*
(2005–2011)



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

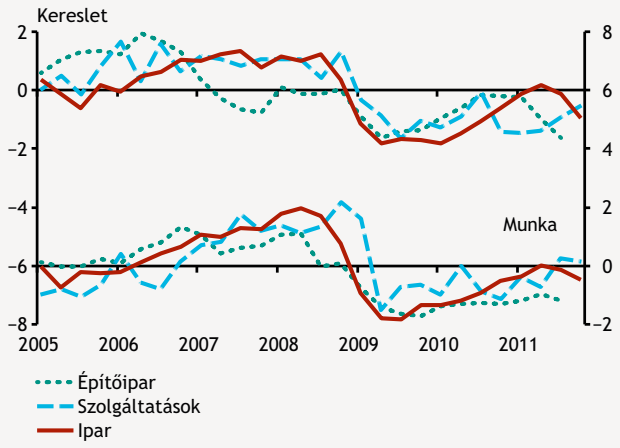
csönzés előtérbe kerülésének volt köszönhető. Ez a foglalkoztatási forma a konjunkturális helyzetre különösen érzékeny, így a reálgazdasági folyamatok további romlása esetén a foglalkoztatás csökkenése főként ezen munkaköröket érintheti (4-30. ábra).

Az aktív munkakeresők számának emelkedése, valamint a megtorpanó 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 (4-31. ábra), a Beveridge-görbén érdemi elmozdulást az elmúlt negyedévekben nem figyelhettünk meg.

4.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

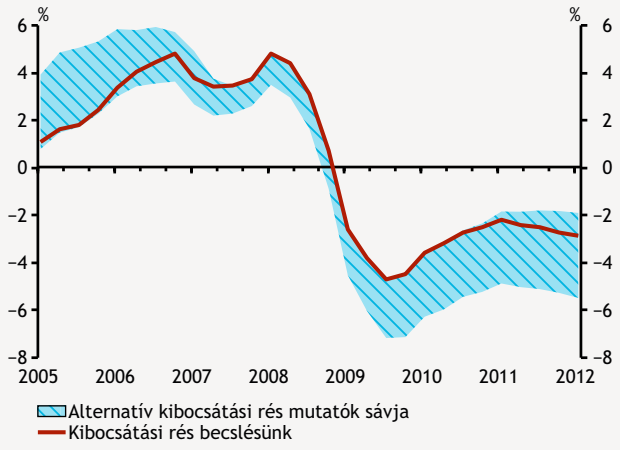
A kibocsátás az elmúlt negyedévekben ismét növekvő mértékben elmaradhatott a potenciális szinttől, így a 2011 elejéig javuló ciklikus helyzet az elmúlt negyedévekben ismét romlott. A fő termelő ágazatok kapacitáskihasználtsági mutatói 2011 második felében visszaesést mutatnak. Az export ciklikus helyzete felvevőpiacaink lassulása következtében romlik. Emellett a belföldi keresleti tételek tartósan elmaradnak egyensúlyi szintjüktől. A beérkezett adatok arra utalnak, hogy a keresleti oldali inflációs nyomás gyenge.

4-32. ábra
Kapacitáskihasználtság a versenyszférában*



** A kereslet (felső tengely), illetve munkaerő (alsó tengely) mint a termelést korlátozó tényezők, standardizálva.*

4-33. ábra
A kibocsátási rés alakulása*



** A kibocsátási rés sávja több módszerrel készített becslésből adódik.*

A versenyszektor fő ágazataiban romlott a termelőkapacitások kihasználtsága. Számottevően csökkent a ledolgozott túlórák száma, emellett a vállalatok növekvő hányada érzékel a kapacitásoktól egyre jobban elmaradó keresletet.

A korábbi negyedévekben az ipar és a szolgáltatások kapacitáskihasználtsága eltérően alakult, amit az élénk külföldi és gyenge belföldi kereslet kettőssége magyarázott. E kettősség az elmúlt hónapokban oldódott: a külső konjunktúra lassulása révén a feldolgozóiparban is csökkent a kapacitáskihasználtság (4-32. ábra).

A nemzetgazdasági kibocsátás aktuális becslésünk szerint közel 3 százalékkal maradhat el potenciális szintjétől. Az elmúlt negyedévekben kissé nyílhatott a kibocsátási rés, összhangban fő külkereskedelmi partnereink romló ciklikus helyzetével. Az export 2011 elején még potenciális szintje közelében alakulhatott, ám azóta egyre nagyobb mértékben elmaradhat attól.

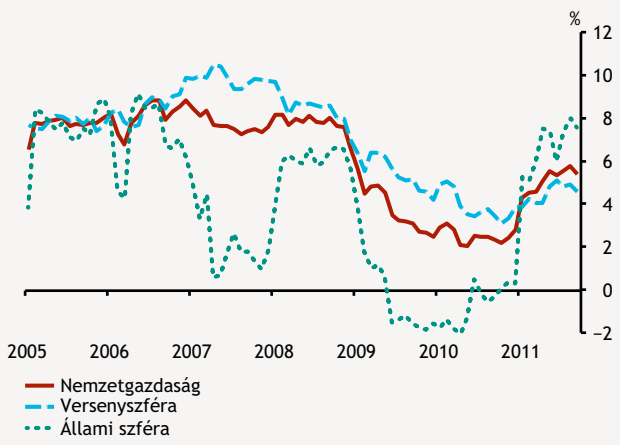
Eközben a belföldi kereslet tartósan elmarad egyensúlyi szintjétől. Az elmúlt hónapokban beérkezett inflációs adatok megerősítik, hogy 2011 második felében is visszafogott maradt a keresleti oldali inflációs nyomás, ami a fogyasztás gyenge ciklikus helyzetéről tanúskodik.

A beruházások tartósan elmaradnak a középtávú egyensúlyi szinttől. A romló feldolgozóipari kapacitáskihasználtság mellett a vállalati beruházások visszaesése várható. Emellett a lakáspiaci beruházások a háztartások jövedelmi helyzete és a szigorú hitelezési kondíciók miatt huzamosabb ideig elmaradhatnak a hosszabb távú trendtől (4-33. ábra).

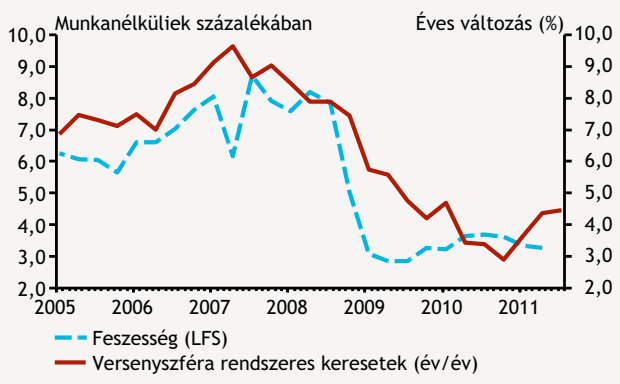
4.6. Költségek és infláció

A nyári hónapokat követően számottevően emelkedett az infláció. A fogyasztói árak alakulásában a kedvezőtlen keresleti környezet csak mérsékelni tudta a magas nyersanyagárak és a gyenge árfolyam áremelő hatását. Ez utóbbi hatása elsősorban az üzemanyagárak jelentős emelkedésében jelentkezett. A korábbi negyedévek magas nyersanyagárainak hatása a fogyasztási cikkek egyre szélesebb körében érzékelhető. Az elmúlt negyedévben lassult a versenyszféra bérkiáramlása. Ennek hátterében az állhat, hogy a felvevőpiacaink növekedési ütemének csökkenése a hazai feldolgozóipar kilátásait is rontja. A hazai piacra termelő vállalatok – a szolgáltatószektor – alkalmazkodása a gyenge keresleti környezethez az elmúlt hónapokban a rendszeres bérek dinamikájának csökkenésében jelentkezett.

4-34. ábra
A rendszeres bérek alakulása a nemzetgazdaságban
(éves index)



4-35. ábra
A feszességmutató és a rendszeres bérek alakulása a versenyszférában
(éves index)



4.6.1. BÉREK

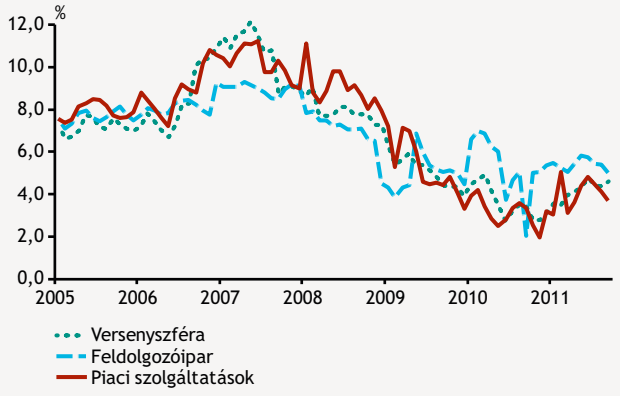
Az év második felében nemzetgazdasági szinten nem folytatódott a bérek gyorsulása. Ennek hátterében a romló belső és külső kereslettel szembesülő versenyszféra, valamint az állami szektor mérsékelten emelkedő rendszeres bérei állnak (4-34. ábra). A magas munkanélküliség, a laza munkapiaci kondíciók és a romló konjunkturális kilátások változatlanul alacsony szinten tartják a versenyszféra bérdinamikáját (4-35. ábra), miközben az állami bérnövekedés gyorsulása döntően összetételhatásnak köszönhető.

A versenyszférán belül jelentős különbségeket lehet tapasztalni egyes ágazatok között. Az exporthoz kapcsolódó feldolgozóiparban továbbra is nagyobb mértékben növekedtek a rendszeres bérek, mint a hazai piacokra termelő ágazatokban, viszont a globális és ezzel együtt a hazai konjunktúra romlásával ebben a szektorban is mérséklődött a bérkiáramlás üteme az elmúlt hónapokban (4-36. ábra). Mindkét szektorban megtört az év eleji bérgyorsulás.

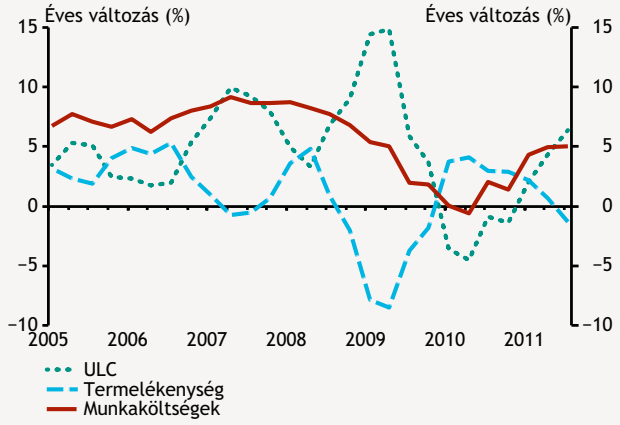
A stagnáló munkaköltségek és a lassuló termelékenységnövekedés mellett a harmadik negyedévben a fajlagos munkaerőköltségek emelkedtek. A munkaegységköltségek növekedése ezzel együtt is elmarad a historikus átlagtól. Az elmúlt hónapokban tapasztalt mérséklődő bérdinamika és létszámalkalmazkodás tovább folytatódott, így a munkapiac felől érkező költségoldali nyomás ezzel együtt továbbra is alacsony (4-37. ábra).

A közszféra bérnövekedése továbbra is a közfoglalkoztatással összefüggő összetételhatással magyarázható, enélkül a költségvetési intézmények bruttó átlagkeresetei az infláció mértékével emelkedtek tavaly szeptemberhez képest.

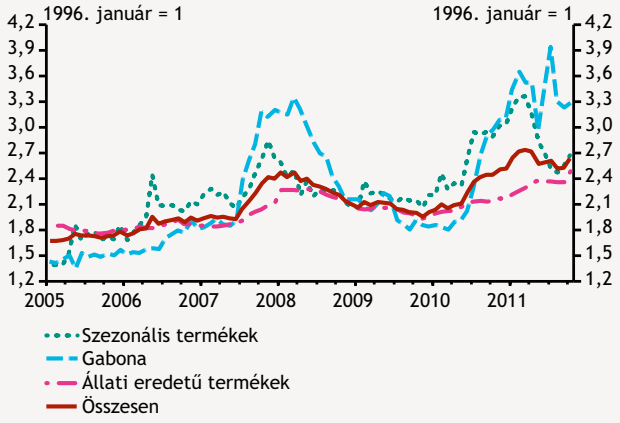
4-36. ábra
A rendszeres bérek alakulása versenyszféra a szektoraiban
(éves index)



4-37. ábra
A munkaköltség, termelékenység és ULC (munkaegységköltség) alakulása a versenyszférában



4-38. ábra
A mezőgazdasági termelői árak
(1996. januárhoz viszonyított árszint)



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

Összességében a laza munkapiaci feltételek továbbra sem indokolják a bérek emelkedését, így a munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomás mérsékeltnek tekinthető.

4.6.2. TERMELŐI ÁRAK

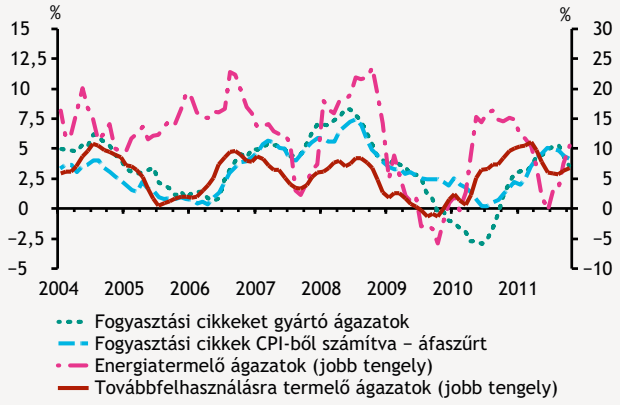
Az idei – a tavalyinál lényegesen jobb – termés ugyan nem tekinthető historikusan kiemelkedőnek, viszont nagymértékben hozzájárult a mezőgazdasági termelői árak csökkenéséhez. A szezonális élelmiszerek áraiban nagymértékű korrekció ment végbe. A gabona ára nem emelkedett tovább, viszont nem is csökkent jelentős mértékben. Az állati eredetű termékek közül csupán a tejtermékek áralakulása követte a nyersanyagárak alakulását. A húsipari termékek áraiban az év első felében magas nyersanyagárak egyelőre még nem tükröződnek, annak ellenére, hogy takarmányárak továbbra is magasnak tekinthetőek (4-38. ábra).

Az elmúlt év magas alapanyagárainak hatása az ipari termelési lánc egyre szélesebb spektrumaiban érzékelhető. 2010 második felétől az emelkedő költségek egyre nagyobb mértékben járultak hozzá az infláció növekedéséhez. Az elmúlt hónapokban ugyan – világpiaci nyersanyagárak mérséklődésével összhangban – csökkenést tapasztalhattunk, viszont az energiatermelő és a továbbfelhasználásra termelő ágazatok termelői árainak növekedése az infláció további emelkedését okozhatja. A nyári hónapoknál tartósan gyengébb forintárfolyam erősödő árnyomást vetít előre (4-39. ábra).

4.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

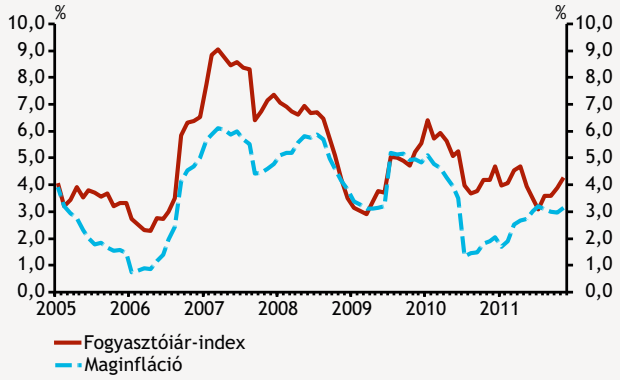
A 2010-ben átlagosan 5 százalék körül alakuló infláció az idei évben 4 százalék alá süllyedt. Ugyanakkor a júliusi 3,1 százalékos mélypontot követően az elmúlt hónapokban az infláció újbóli fokozatos emelkedését figyelhettük meg. Az éves inflációs ráta novemberre 4,3 százalékra gyorsult. (4-40. ábra). Az árindex emelkedésének hátterében döntően az üzemanyagárak újbóli növekedése, bázishatások, valamint indirektadó-változások álltak. Az európai folyamatokhoz hasonlóan az elmúlt negyedévekben a hazai inflációt is többnyire a magas nyersanyagárak első körös hatásai tartották az inflációs cél fölött. Az erős költségsokkok hatása a maginfláció gyorsulásában is jelentkezett. Ezt eddig szinte teljes egészében a feldolgozottélelmiszer-árak nagyarányú emelkedése okozta. A negyedik negyedévben azonban az iparcikkek inflációja is jelentős mértékben emelkedett. Az éves maginfláció novemberben 3 százalék közelében maradt, a feldolgozott élelmiszereket leszámítva a főbb maginflációs tételekben alacsony inflációt figyelhetünk meg (4-41. ábra).

4-39. ábra
Ipari termelői árak és a fogyasztói árak
(éves változás)

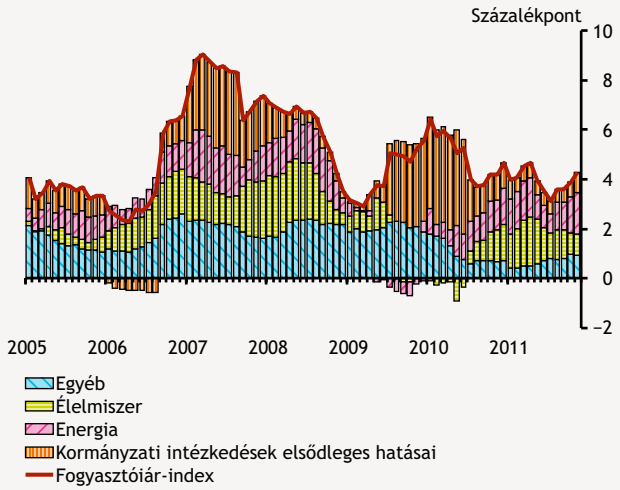


Megjegyzés: a fogyasztói árak csak az iparban előállított termékekre vonatkoznak.

4-40. ábra
A fogyasztóiár-index és a maginfláció
(éves változás)



4-41. ábra
A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A piaci szolgáltatások inflációja a gyenge keresleti környezettel összhangban, ebben az évben historikusan alacsony szinten alakult. Ebben a termékkörben főként az év eleji hónapoknak van meghatározó szerepe az átárazások szempontjából. 2012-ben ezek az átárazások áfakulcs-változással és minimálbér-emeléssel esnek egybe, ami a termékkör inflációjának emelkedésével járhat együtt.

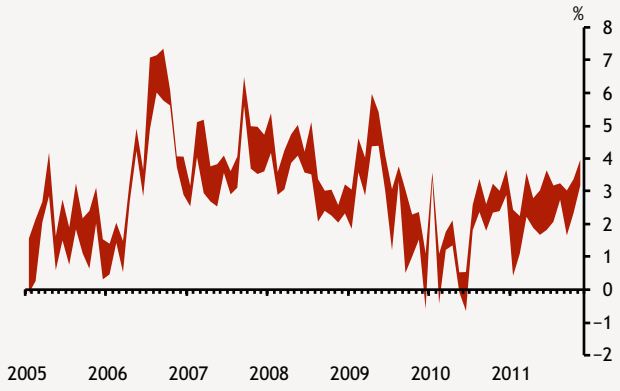
Az iparcikkek árazását egész évben erős heterogenitás jellemezte. A nem tartós termékek árai januártól kezdve folyamatosan emelkedtek, ami arra utalhat, hogy az elmúlt félév költségsokkjai ellensúlyozhatták a gyenge kereslet és a harmadik negyedévig stabil árfolyam inflációmérséklő hatását. Ezzel szemben a – keresletérzékenyebb – tartós iparcikkek áraira a költségsokkoknak októberig nem volt érzékelhető hatása. Az októberi kiugrás ugyan némileg korrigálódott novemberben, azonban az emelkedés jelezheti, hogy a magasabb termelési költségek ellensúlyozták a gyenge keresleti környezet árleszorító hatását. A költségsokkok mértékét és globális jellegét tekintve azonban valószínűsíthető, hogy az ebből eredő árnyomás a következő hónapokban az iparcikkek egyre szélesebb körében jelentkezhet. Ennek a hatását az elmúlt hónapokban leértékelődő árfolyam is erősítheti.

A maginflációs körbe tartozó dohánytermékek inflációja a dohánypiacon kialakuló árverseny következtében historikusan alacsonynak tekinthető. Az éles verseny miatt a januárban megemelt jövedéki adó áremelő hatása alig látszik az adatokban. A dohányipari vállalatoknak egyre kevesebb tere van a nettó árak csökkentésére, így a novemberi jövedékiadó-változás az árak emelkedését okozta és további növekedésre is számíthatunk.

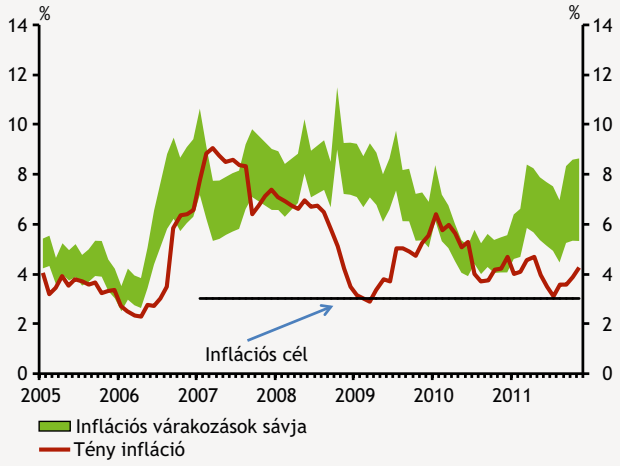
A maginfláción kívüli tételek inflációja jelentősen emelkedett. Ez főként a leértékelődő forint miatt emelkedő üzemanyagárakhoz köthető. A csökkenő mezőgazdasági termelői árak a termékkör inflációjának emelkedését némileg mérsékelték. Összhangban a kormány törekvésével (a lakosság megélhetési költségének szinten tartása) a hatósági energiaárak – a korábbi évekkel ellentétben – nem követték az energiahordozók világpiaci árának emelkedését. Főként ennek köszönhetően a szabályozott árú termékek inflációja historikusan alacsonynak tekinthető. A forint leértékelődése ugyanakkor tovább növelte az árnyomást, így további intézkedések lehetnek szükségesek.

Összességében az elmúlt hónapok inflációs folyamatait a költségek felől jelentkező sokkok határozták meg, amit az elmúlt hónapok árfolyamváltozásai is felerősítettek, miközben a belföldi keresleti nyomás változatlanul alacsonynak tekinthető. Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink novemberben emelkedtek, ami azt jelezheti, hogy a

4-42. ábra
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja

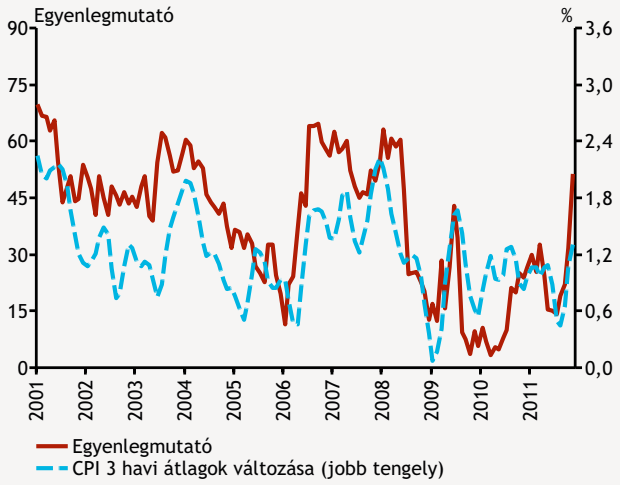


4-43. ábra
Lakossági inflációs várakozások



Forrás: az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

4-44. ábra
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



** Az egyenlegmutató az áremelkedésre számítók arányának és az árcsökkenésre számítók arányának a különbsége.*

gyenge kereslet árleszorító hatása ellenére az általánosan emelkedő termelési költségek is lassan megjelenhetnek a fogyasztói árakban (4-42. ábra). Bár a keresletoldali inflációs hatások változatlanul nagyon gyengék a gazdaságban, az éves infláció további emelkedésére számítunk. Az éves ráta gyorsulását a gyengülő forintárfolyam, az indirektadó-emelések okozzák. Ezek hatására a fogyasztóiár-index a következő hónapokban is érdemben a 3 százalékos cél fölött, 5 százalék közelében alakulhat.

4.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A lakossági várakozások érzékenyen reagálnak az élelmiszer- és energiaárak növekedésére. A 2010–2011-es költségsokkok kifutásával párhuzamosan a várakozások egészen augusztusig folyamatosan mérséklődtek. Feltételezhetően a magas üzemanyagárak és a bejelentett adóintézkedések, valamint a gyenge árfolyam miatt a csökkenő tendencia megtört szeptemberben, és a várakozást mérő mutatók ismét emelkedésnek indultak. (4-43. ábra).

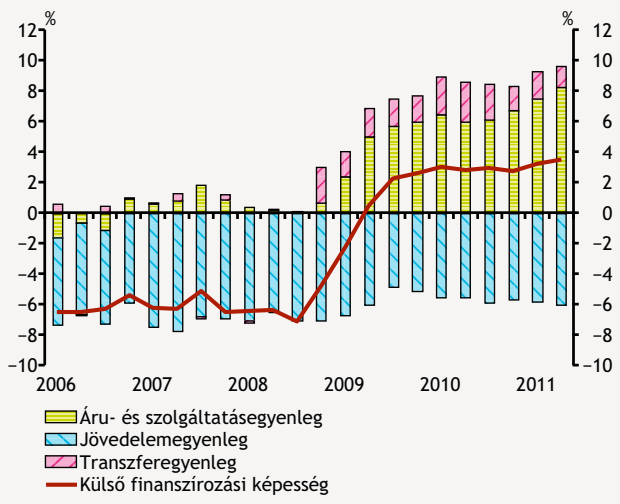
A végső fogyasztói árak szempontjából meghatározó szerepe lehet a kereskedelmi szektor áremelési várakozásainak is, melyek információt hordozhatnak az ágazat áremelési lehetőségeiről. A gyenge kereslet mellett a kiskereskedők áremelési várakozásai 2010-től kezdve egészen októberig historikusan alacsony szinten alakultak. Az év közepétől kezdve a mutató mérsékelt ütemben emelkedett, novemberben azonban a válságot megelőző szint közelébe ugrott. Ehhez a tartósan magas nyersanyagárak, a gyenge árfolyam, a minimálbér emelése és a fogyasztást terhelő adók emelkedése és körének bővülése egyaránt hozzájárulhattak (4-44. ábra).

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Külső egyensúlyi pozíciónk javulása 2011 első felében is folytatódott. Az egyensúlyjavulás szerkezete a korábbi tendenciákba illeszkedett. Miközben a nettó export a lassuló külső konjunktúra mellett is robusztus maradt, a jövedelemegyenleg hiányának kismértékű emelkedése enyhén fékezte a külső egyensúlyjavulást. További külső egyensúlyjavulásra utaltak a finanszírozás oldali folyamatok is, ugyanakkor az alulról számított külső finanszírozási képesség szintje alacsonyabb a reálgazdasági folyamatokból adódó értéknél. A külső egyensúlyi többlettel szorosan összefüggő külföldi tartozáscsökkenés elsősorban nem adósságtípusú források nettó kiáramlása mellett valósult meg. Eközben a külföldi adósságmutatóink tovább mérséklődtek 2010 végéhez képest, amelyet az év első felében még kedvezően befolyásoltak az adósság szempontjából fontos devizaárfolyamok.

5-1. ábra
A külső finanszírozási képesség alakulása, szezonálisan igazított értékek
(GDP arányában)

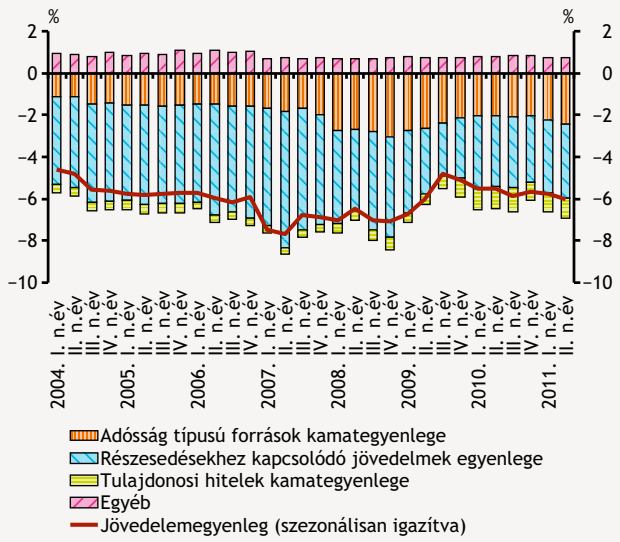


5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

Az év első felére beérkezett információink alapján a külső egyensúlyi pozíciónk javulása 2011-ben is folytatódott (5-1. ábra). A II. negyedévben a GDP 3,5 százalékát tette ki a külső egyensúlyi többlet. (Ez a mérték elmarad a korábbi adatközlések által jelzett szinttől, a II. negyedéves adatközléssel párhuzamosan ugyanis jelentős adatrevíziókra került sor, amelyről bővebben lásd az 5-1. keretes írást). A külső finanszírozási képesség emelkedésében továbbra is a külkereskedelmi folyamatok tükröződtek. A GDP 8 százaléka fölé emelkedő áru- és szolgáltatásegyenleg szerkezete ugyanakkor a korábbiaktól eltérően alakult. Az áruforgalom alakulásában a II. negyedévtől kezdődően már érezhető volt a lanyhuló külső konjunktúra hatása, amely némi korrekciót eredményezett a továbbra is jelentősnek tekinthető áruegyenlegben. Egyes szolgáltatások esetében – mint a szállítás és az üzleti szolgáltatások – ugyanakkor szokatlanul magas bevételek realizálódtak, amelyek érdemben hozzájárultak a folyó fizetési mérleg többletéhez. A III. negyedévben is markáns többlettel zárt az áru- és szolgáltatásegyenleg. Az áruforgalom esetében folytatódtak az imént említett folyamatok (fékeződő export és stagnáló import), a szolgáltatásegyenleg jelentős többlete pedig részben szezonális hatásokkal, részben a hazai fizetőeszköz leértékelődésével magyarázható.

A külföldre utalt jövedelmek csak nagyon lassan fékezik a nettó export által meghatározott külső egyensúlyjavulást. Várakozásainknak megfelelően a II. negyedévben tovább emelkedett a jövedelemegyenleg hiánya (5-2. ábra). Az év

5-2. ábra
A jövedelemegyenleg összetevői
(GDP-arányos értékek)



elején még javuló exportnak köszönhetően 2011-ben folytatódhatott a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmeinek emelkedése.[8] A külföldre utalt kamatkiadások emellett újra emelkedésnek indultak. Ez a külföldiek állampapír-állományának megugrására, valamint a magasabb kockázati prémium melletti fokozatos átárazódásra vezethető vissza. A vállalatok és bankok külföldre fizetett kamataiban ugyanakkor nem láttunk hasonló emelkedést. A bankok külföldi forrásainak lejárati szerkezete a válságot követően a rövid futamidejű források irányába tolódott el. Korábbi elemzések[9] emellett arról számoltak be, hogy rövidebb futamidőkön kisebb mértékben érvényesülhettek a magasabb szintre emelkedő anyabanki és a szuverén felárak a külföldi (anyabanki) források árazásában. A banki kamatkiadások – válság előtti kiadási szintekhez képest – viszonylag alacsony mértéke tehát összhangban van a források lejárati szerkezetével és árazás alakulásával.

A hazánkba érkező EU-támogatások mértéke alulmúlta várakozásainkat. Az EU-s források 2009–2010-ben tapasztalt dinamikus felhasználását követően egyértelműen lassult a források lehívása. Míg az elmúlt év első felében eredményszemléletben 1,7 milliárd eurónak megfelelő nettó EU-forrást (beérkező források mínusz az EU-nak történő kifizetések) használtunk fel, az idei évben 1,3 milliárd eurót tettek ki a felhasznált támogatások. Az Európai Bizottság közelmúltban bejelentett döntése, amely néhány tagállam esetében – beleértve Magyarországot is – csökkentené a projektekhez szükséges önerőt, arra utalhat, hogy a projektek elakadásában az önerő hiánya is szerepet játszhat. Emellett a továbbra is nyomott beruházási aktivitás sem kedvez az EU-s források felhasználásának.

5-1. keretes írás
Revíziók a fizetési mérlegben

Az MNB a 2011. szeptember 30-i fizetésimérleg-adatközlésében – normál és rendkívüli revíziók keretében – 2005-ig visszamenőleg módosította a fizetésimérleg-adatokat. A KSH revízióinak hatására csökkent az áruforgalmi egyenleg (az ún. áfaregisztrációkhoz kapcsolódó korrekció felülvizsgálata következtében), miközben emelkedett az idegenforgalmi egyenleg. Emellett a profitbevételek és -kiadások egyaránt alacsonyabbak lettek a korábban közölt adatoknál, a jövedelemegyenlegre gyakorolt hatásuk ugyanakkor nem volt jelentős (5-1. táblázat).[10]

[8] A közvetlen tőkéhez kapcsolódó 2011-es jövedelmek becsléseken alapulnak, amelyeket egyéves késéssel, 2012 szeptemberében váltanak majd fel a vállalati jelentésekből származó tényadatok.

[9] A hazai bankok külföldi forrásköltségeinek alakulásáról bővebben lásd: Páles Judit–Homolya Dániel: A hazai bankrendszer külföldi forrásköltségeinek alakulása című tanulmányát *(MNB-szemle*, 2011. október).

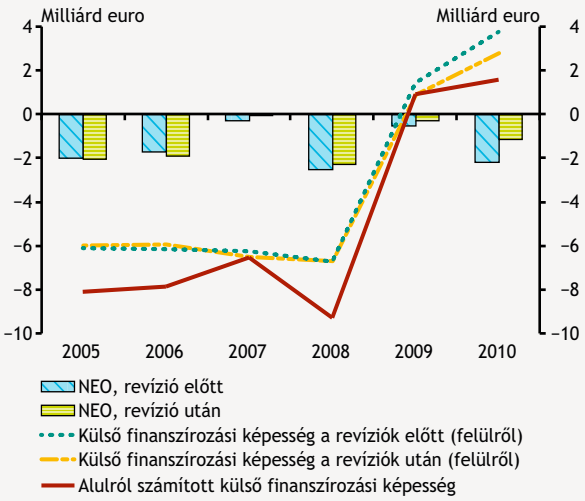
[10] A revíziók részletes leírását lásd a II. negyedéves adatról készített statisztikai közleményben: http://www.mnb.hu/Statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/sajtokozlemenyek STA/mnbhu_fizetesi_merleg/mnbhu_fizm_2011_Q2.

5-1. táblázat
A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség komponenseire, GDP százalékában

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011. I. n.év
I. Külső finanszírozási képesség (felülről) (1.+…+4.)	0,1	0,2	–0,3	0,0	–0,6	–1,0	–1,6
1. Áruforgalmi egyenleg	0,0	0,0	–0,6	–0,6	–1,1	–1,5	–1,8
2. Szolgáltatásegyenleg	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	0,5	0,3
3. Jövedelemegyenleg	0,0	0,0	0,0	0,1	–0,2	0,0	–0,1
4. Transzferegyenleg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–0,1
II. Fizetési mérleg hibája	–0,1	–0,2	0,3	0,2	0,2	1,1	1,9
III. Külső finanszírozási képesség (alulról) (I.+II.)	0,0	0,0	0,0	0,3	–0,3	0,1	0,3

** A fizetési mérleg hibája esetében a pozitív (negatív) értékek a hiba csökkenését (növekedését) jelentik.*

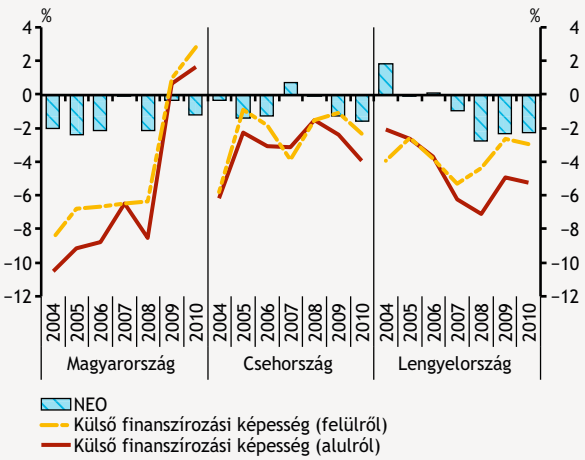
5-3. ábra
A revíziók hatása a külső finanszírozási képességre



Forrás: MNB.

5-4. ábra
A külső egyensúlyi pozíció és a fizetési mérleg hibájának (NEO) alakulása régiós viszonylatban

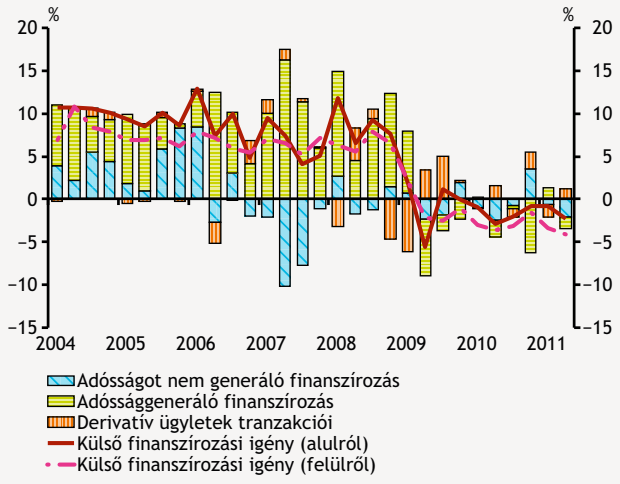
(GDP-arányos értékek)



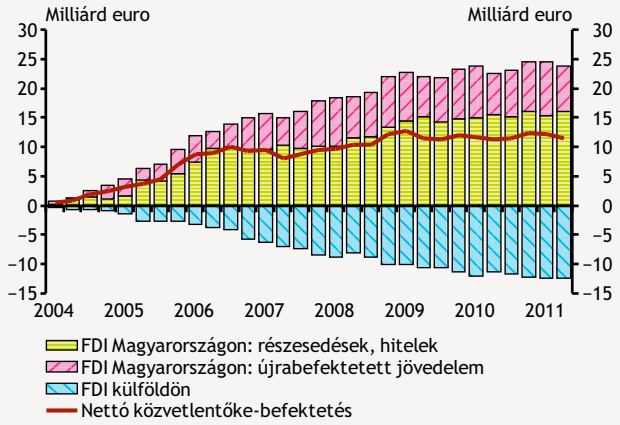
Forrás: MNB, nemzeti jegybankok.

A revíziók együttes hatása a külső egyensúlyra 2009-től kezdődően volt jelentős. A folyó fizetési mérleg, illetve a felülről számított külső finanszírozási képesség (folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összege) éves szinten a GDP 0,6–1 százalékával tolódott lejjebb. A külső finanszírozási képesség a legfrissebb adatok szerint a GDP 1 százalékát tette ki 2009-ben (korábban 1,6), és a 2,9 százalékot 2010-ben (korábban 3,8). A finanszírozás oldali adatok, így az alulról számított külső egyensúlyi mutató nem változtak ekkora mértékben, így az adósságpálya sem módosult. A fizetési mérleg hibája 2007–2009-ben a GDP 0,2–0,3 százalékával, 2010-ben a GDP 1 százalékával lett alacsonyabb, azaz a statisztikák minősége javult. A külső egyensúlyi pozíciónkról korábban kialakított képünk a mértékeket tekintve változott, ugyanakkor a külső egyensúlyi pálya lefutása érdemben nem módosult. A válság kitörését követő külső egyensúlyi alkalmazkodás nemzetközi viszonylatban továbbra is jelentősnek tekinthető (5-4. ábra).

5-5. ábra
A külső finanszírozás szerkezete
(GDP-arányos értékek)



5-6. ábra
A közvetlentőke-befektetések alakulása
(kumulált tranzakciók)



5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A külső adósság- és tartozásmutatók szempontjából fontos finanszírozás oldali adatok ugyancsak további egyensúlyjavulásra utaltak. Az alulról számított külső egyensúlyi többlet 0,8 milliárd eurót tett ki az első félévben. A fizetési mérleg hibájából adódóan ugyan ez alacsonyabb volt a felülről számított mutató, azaz a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlege által jelzettnél (1,9 milliárd euro), a két mutató tendenciája megegyezett. A múltbeli revíziókat figyelembe véve ugyanakkor az alulról számított mutató stabilabbnak tekinthető.

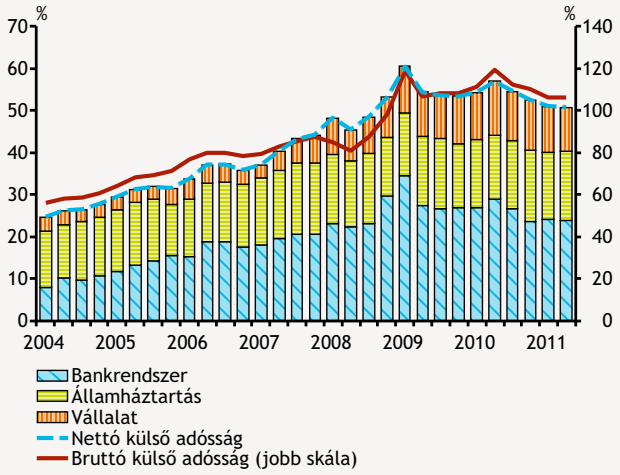
A külső egyensúlyi többlettel szorosan összefüggő külföldi tartozáscsökkenés lényegében nem adósságtípusú források kiáramlásán keresztül valósult meg 2011 első két negyedévében. Eközben adósság jellegű források nettó kiáramlására összességében nem került sor (5-5. ábra). A nem adósság jellegű források esetében, míg a külföldi befektetők kismértékben hazai részvényeket és befektetési jegyeket vásároltak, a hazai közvetlentőke-befektetések továbbra sem növekedtek. Ehhez a részesedések és hitelek stagnálása mellett a negatív újrabefektetett jövedelmek is hozzájárultak (5-6. ábra).[11]

A korábban bejelentett autóipari nagyberuházások (Mercedes, Opel, Audi) várt hatása egyelőre nem tükröződött vissza a működőtőke-befektetések alakulásában. Ezek a cégek ugyan külföldi tulajdonossal rendelkeznek, így indokolt feltételezni, hogy a hazai beruházásokhoz vállalatcsoporton belülről kapnak forrásokat (amely a működőtőke-befektetéseket gyarapítaná). Elképzelhető azonban az is, hogy hazai vagy külföldi banktól származó hitelt használtak fel (külföldről származó hitel esetében már adósság típusú forrásbevonásról van szó). Mindemellett nem hivatalos hírforrások az Opel- és Audi-beruházás esetében a projektek késéséről számoltak be, így ezek várhatóan csak az év második felétől érintik a hazai FDI-beáramlást.

A III. negyedévben – amelyről még nem rendelkezünk teljes körű adatokkal – a közvetlentőke-beáramlást negatívan befolyásolta a külföldi MOL-részesedés állami megvásárlása (közel 2 milliárd euro), amely nem adósságjellegű forráskiáramlást jelent. A tranzakció a gazdaság teljes (nettó) külföldi forrásainak mennyiségét azonban nem csökkentette, mivel a jegybanki devizatartalék – mint külfölddel szembeni követelés – is hasonló mértékben csökkent.

[11] Mivel az újrabefektetett jövedelmek a teljes profit és az osztalékmegszavazások eredőjeként adódnak, az év második negyedévére eső osztalékmegszavazások következtében negatív újrabefektetett jövedelem kerül elszámolásra. Ezért az újrabefektetett jövedelmeket éves szinten érdemes értékelni.

5-7. ábra
Külső adósságmutatók
(GDP-arányos értékek)



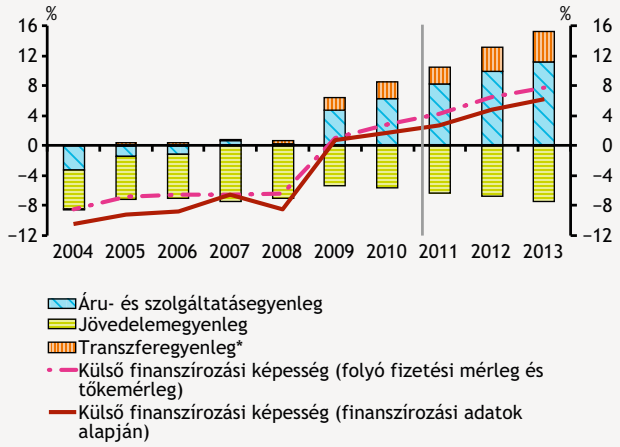
Az adósság típusú források körében 2011 II. negyedévétől folytatódott a bankok forrásainak kiáramlása, valamint az államháztartás külföldi adósságának emelkedése. (Az I. negyedévben zajló finanszírozási folyamatokat még a 2010 végi pénzpiaci események korrekciója határozta meg, amely átmenetileg megszakította a bankok és az állam korábban jellemző adósságdinamikáját). Szeptember végéig még igen élénknek mutatkozott a külföldi befektetők állampapírok iránti kereslete, így az állam tovább emelkedő külső adósságában döntően ennek a hatása tükröződött.

A nettó külső adósság a GDP 51 százaléka körül alakult 2011 első félévében (5-7. ábra). A finanszírozási folyamatok összességében a nettó külső adósság szinten maradását eredményezték az év első részében, hiszen a bankok és az állam ellentétes adósságdinamikájának együttes hatásaként nettó értelemben stabilan alakultak az adósságjellegű források. A külső adósság szempontjából fontos devizaárfolyamok (döntően a forint/euro árfolyam) az I. negyedévben még kedvezően befolyásolták az adósságmutatókat. A II. negyedévtől kezdődően azonban a jelentősen erősödő svájci frank, valamint a gyengülő forintárfolyam újra jelentősen átértékelték a külső adósságot, amely érdemben visszafoghatta az adósságráták korrekcióját.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra

Az előttünk álló két évben folytatódhat a külső egyensúly erőteljes javulása, amelyet továbbra is döntően a külkereskedelmi folyamatok támogathatnak. Az export növekedése ugyanis a teljes előrejelzési horizonton meghaladhatja az import bővülését. Emellett gyorsulhat az EU-transzferek felhasználása is, amely növeli a gazdaság rendelkezésre álló jövedelmét. Mindeközben a kamatkiadások a magasabb kockázati prémium és a gyengébb forintárfolyam miatt a korábban vártnál gyorsabban emelkedhetnek. A külső egyensúlyi többlet 2012-ben a GDP több mint 2 százalékával emelkedhet, amely az államháztartás és a vállalatok pénzügyi pozíciójának javulása és a lakosság fundamentális nettó megtakarításainak közel szinten maradása mellett valósulhat meg.

5-8. ábra
A külső finanszírozási képesség alakulása
(GDP arányában)



** A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.*

2012-ben gyorsulhat a külső egyensúlyi pozíció javulása. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege (felülről számított mutató) a GDP 4 százaléka körül alakulhat 2011 egészét tekintve, 2012-ben pedig a 6 százalékot is meghaladhatja. Eközben az alulról számított finanszírozási képesség – a múltban tapasztalt eltérést kivetítve – a GDP 1,5-2 százalékával maradhat el a felülről számított mutatótól, ugyanakkor ez a mutató is további emelkedést jelez. (5-8. ábra).

A külkereskedelmi folyamatok és a transzferek alakulását tekintve további markáns egyensúlyjavító hatásokra számítunk a következő években. A romló külső és belső konjunkturális folyamatok az export és import növekedését egyaránt visszavethetik. Az export azonban továbbra is gyorsabb ütemben bővülhet az importnál, ez összességében a GDP közel 2 százalékával emelheti a gazdaság külső egyensúlyi többletét 2012-ben. Az autóipari ágazat érdemi exportélénkítő hatása csak a nagyberuházások 2012 folyamán várt befejezését követően, az előrejelzési horizont végén érvényesülhet. Ekkorra már az importkereslet is dinamizálódhat, a két hatás eredője pedig egy kisebb mértékben, de még tovább emelkedő nettó export lehet. Az EU-transzferek némileg lassuló 2011-es felhasználása ellenére az előttünk álló években újra erőteljes lehet a források lehívása. A projektekhez szükséges önerő csökkentésétől ugyanis újra gyorsuló EU-támogatás-felhasználást és külső egyensúlyjavító hatást várunk. A nettó export és a transzferegyenleg a GDP 10 százalékát meghaladó mértékben járulhat hozzá a külső egyensúlyi többlethez 2012–2013-ban.

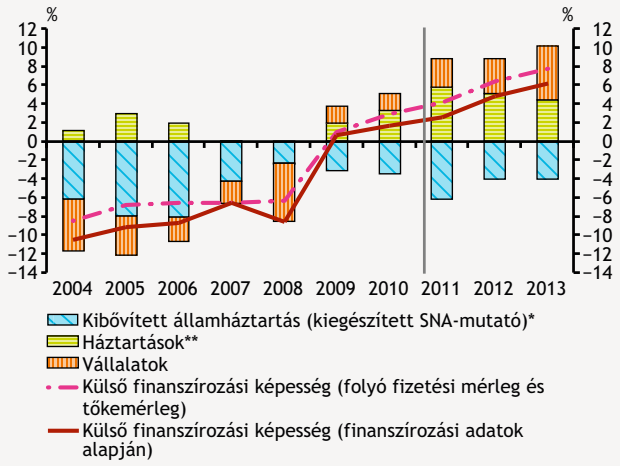
A gazdaság növekedésének jövő évi megtorpanása az alacsonyabb export- és importnövekedések mellett a külföldi tulajdonú vállalatok profitján keresztül is hat a külső egyen-

5-2. táblázat
A háztartások különböző megtakarítási mutatószámainak várható alakulása a GDP százalékában

	2009	2010	2011	2012	2013
I. SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség	**2,0**	**3,4**	**5,8**	**5,1**	**4,4**
a) Végtörlesztés miatti megtakarításnövekedés			0,8	0,4	
b) Reálhozam megtakarításra fordított része			0,6		
II. Alapfolyamatokat mutató nettó finanszírozási képesség (I.–a–b)	**2,0**	**3,4**	**4,5**	**4,7**	**4,4**
c) Az állami nyugdíjrendszerbe visszalépők nyugdíjpénztári megtakarításainak szétterítése	1,7	1,3			
d) Végtörlesztés miatti megtakarításnövekedés			0,8	0,4	
e) A állami nyugdíjrendszerbe visszalépők miatti vagyonhatás			–9,6		
f) Reálhozam fogyasztásra fordított része			–0,3		
III. Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban (II.+c+d+e)	**3,7**	**4,6**	**–4,6**	**5,1**	**4,4**

súlyra. A kedvezőtlenebbé váló értékesítési lehetőségek lassíthatják a külföldi tulajdonosokhoz kerülő profit növekedését, és ezáltal a jövedelemegyenleg romlását. A külföldre utalt profitokat az alapfolyamatokon túl a kormány Bankszövetséggel kötött megállapodása is érinti (a megállapodás részleteiről 6.1. kiemelt témánk keretében írunk részletesen). Ez egyrészt a késedelembe esett hitelesek terheinek részleges átvállalásán, másrészt a bankok és az állam közötti tehermegosztáson keresztül hat a bankok adózott eredményére. Összességében a nettó profitkiadások további érdemi emelkedésére csak 2012-t követően kerülhet sor, az élénkülő konjunktúra, valamint az ágazati különadók megszűnése, illetve a bankadó feleződése mellett.

5-9. ábra
A szektorok finanszírozási képességének alakulása
(GDP arányában)



** 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, amely nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.*

A külföldre utalt kamatjövedelmek mindeközben tompítják a külkereskedelem és a transzferek oldaláról előrevetített jelentős egyensúlyjavulást. A külső adósságra fizetendő (nettó) kamategyenleg romlása a korábban vártnál jelentősebb lehet. A külső finanszírozási költségek ugyanis érdemben emelkedtek az elmúlt hónapokban. A megemelkedett kockázati prémium, valamint a gyengébb forintárfolyam egyaránt növelik a külföldi tartozásokhoz kapcsolódó kamatkiadásokat. 2011-re még a korábban vártnak megfelelő, a GDP 6 százaléka körüli jövedelemegyenleg-hiányra számítunk, amely 2012-re már 7 százalék közelébe, majd 2013-ban 7 százalék fölé is emelkedhet.

A belföldi szektorok 2011-es megtakarítási folyamatait jövedelem oldalról az államháztartási lazítás, felhasználási oldalról pedig a folytatódó mérlegalkalmazkodás és az egyre erősödő óvatossági motívum határozza meg. A külső egyensúly így idén az államháztartás pozíciójának jelentős romlása mellett is javul. (A lakosság 2011-es jövedelem és felhasználási folyamatairól bővebben lásd a 4-1. keretes írást).

A lakosság megtakarításait, illetve annak szerkezetét a végtörlesztési program is érinti. Amennyiben a végtörlesztett hiteleket a kedvezményes árfolyamon vesszük figyelembe,

a hitelek törlesztése összességében nem hat a nettó megtakarítások szintjére. A devizahitelek csökkenése mellett ugyanis vagy forinthitel-felvétel, vagy valamilyen pénzügyi eszköz leépítése történik. A devizahitelek piaci és a kedvezményes árfolyam számított értékének különbözete ugyanakkor a lakosság, nettó megtakarítás növekedéseként jelentkezik (GDP 0,8 százaléka).[12] Ezt figyelembe véve a háztartások pénzügyi pozíciója a GDP 6 százaléka körül alakulhat 2011-ben (SNA-hiánnyal konzisztens nettó megtakarítás, 5-2. táblázat).

A külső egyensúlyi többlet 2012-től folytatódó emelkedése az államháztartás és a vállalatok pénzügyi pozíciójának javulása, valamint a lakosság fundamentális nettó megtakarításainak közel szinten maradása mellett valósulhat meg. 2012-ben az idei lazítással közel azonos mértékű, de ellentétes irányú fiskális impulzus éri a magánszektort. Ennek egy része a 2011-es egyszeri hatások kiesése (pl. reálhozamok, áfa-visszatérítés kifizetése), másik része pedig az újabb kormányzati intézkedések (adójóváírás kivezetése, rokkantsági ellátások szigorítása, egyes szociális kiadási tételek csökkentése) következménye. Mivel a reáljövedelmek visszaesése várhatóan meghaladja a fogyasztás csökkenésének mértékét, a lakossági megtakarítások – az SNA-hiánnyal konzisztens mutató szerint – 2012-től mérséklődhetnek. Az egyedi hatások (végtörlesztés, reálhozamok) kiszűrésével, azaz a fundamentális folyamatokból ugyanakkor nagyjából stabilizálódó megtakarítási pálya rajzolódik ki az előrejelzési horizonton (alapfolyamatokat mutató finanszírozási képesség). A gyenge forintárfolyam mellett tovább erősödő lakossági óvatosság, valamint a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága a korábban feltételezettnél is lassabb felívelést vetít előre a háztartások hitelfelvételében.

A vállalati szektor pénzügyi megtakarításai a következő években is jelentősen hozzájárulhatnak a gazdaság külső finanszírozási képességéhez. Ennek forrásai részben az újra gyorsuló EU-transzferek lehetnek, amelyek más jövedelmeket válthatnak ki a beruházások finanszírozásában. A 2013-ban már valamelyest kedvezőbbé váló gazdasági kilátások emellett a vállalatok javuló jövedelmezőségével járhatnak együtt.

[12] A végtörlesztés lehetséges megtakarítási hatásairól bővebben lásd a 2011. novemberben megjelent *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* című kiadványt.

5.3. Költségvetési folyamatok

2011-ben a költségvetési folyamatok jelentős, a GDP 2,7 százalékát elérő keresletélénkítést eredményeztek, elsősorban a jövedelemadók csökkentésének hatására. 2012-ben a költségvetési törvényjavaslat, illetve a költségvetést megalapozó intézkedéssorozat révén várakozásaink szerint 2,4 százalékpontos költségvetésikereslet-visszafogásra kerülhet sor. Jövőre leginkább a háztartások irányába lesz szigorító hatású a fiskális politika. A legerőteljesebb kiigazítást a szociális kiadások visszafogásán keresztül hajtja végre a kormány. A devizahitelek végtörlesztési programjához kapcsolódóan ezzel szemben jelentős jövedelemtranszfer valósul meg a vállalati szektor (hitelintézetek) felől a háztartások irányába. A Bankszövetséggel kötött megállapodás hatásait beépítettük az előrejelzésünkbe, aminek következtében növekszik a háztartásoknak jutatott jövedelemtranszfer, melyből a terhek egy része az államra hárul. 2013-ban az eddig megismert intézkedések hatására további mérsékelt keresletszűkítéssel számolunk.

5.3.1. A KÖLTSÉGVETÉS HELYZETE ÉS KILÁTÁSAI

2011-ben az államháztartás ESA-egyenlege a magán-nyugdíjpénztáraktól átvett portfóliók bevételként történő elszámolása következtében várhatóan 4,2 százalékos GDP-arányos többletet mutat. Amennyiben a magán-nyugdíj-pénztári vagyon átvételéből származó bevétel hatását kiszűrjük, akkor –5,4 százalékpontos egyenleg adódik.

2012-ben jelentős egyedi tételek már nem javítják az államháztartás egyenlegét, ezért kiadás- és bevételi oldali intézkedésekkel kívánja biztosítani a kormányzat a 2012. évi 2,5 százalékpontos hiánycél elérését. A kormányzat a hiánycél elérését a jövő évben az adó- és járulékbevétele reálértékének növelésén, valamint a központi kormányzat elsődleges kiadásainak reálérték-csökkentésén keresztül kívánja biztosítani. Előrejelzésünk szerint a romló makro-gazdasági környezetben a meghozott intézkedések önmagukban nem biztosítják 2012-ben a hiánycél elérését, de a központi szabad tartalékok teljes törlésével, azaz váratlan évközi kiadások vagy bevételkiesések nélkül, 3 százalék alatt tartható a jövő évi deficit. Előrejelzési szabályaink értelmében a kiadás-zárolások előre tekintve nem javítják a költségvetés egyenlegét. Amennyiben a kormány már az év elején határozott lépéseket tesz a költségvetési törvény-ben zárolt 52 milliárd forintnyi fejezeti tartalék (kiadás) fenntartható csökkentése, törlése érdekében, akkor jövőre a GDP 2,6 százalékpontjára lesz leszorítható a hiány. (5-3. táblázat).

5-3. táblázat
Államháztartási egyenlegmutatók
(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
ESA-egyenleg	4,2	–3,7	–3,9
ESA-egyenleg központi szabad tartalékok törlésével*	–	–2,8	–3,0
ESA-egyenleg a kiadás-zárolás hatásával**	–	–2,6	–
Kiegészített SNA-egyenleg	–6,2	–4,2	–4,1
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	–0,9	–0,9	–0,8
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	–5,3	–3,2	–3,3

** Az Országvédelmi Alap és a Kamatkockázati tartalék teljes törlését feltételezve. A központi tartalék-előirányzatok tartalmazzák a jövedékiadó-emelésből és a magán-nyugdíjpénztári járulékok átcsoportosításából származó többletbevételt, a zárolt kiadási előirányzatokat viszont nem. Így összesen 268 milliárd forintnyi központi szabad tartalék áll a kormány rendelkezésére, ami adott esetben a költségvetési egyenleg javítására fordítható. 2013-ra törvényjavaslat hiányában azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a központi szabad tartalékok összege megegyezik az előző évivel.*
*** Alap-előrejelzésünk a zárolás egyenlegjavító hatásával nem számol, ha a zárolt kiadások végleges törlésére sor kerül, akkor annak hatása lesz a makrogazdasági pályára is.*

Az MNB december 13-án publikált *„Elemzés az államháztartásról”* című kiadványában a korábbi makrogazdasági prognózisunk alapján 3,2 százalékos hiány-előrejelzést adtunk. Ebben a kiadványunkban a kormányzati intézkedések várható hatásainak elemzésére összpontosítottunk, az intézkedések tervezett és várható hatásai közötti különbségeket egyenként beazonosítottuk, a különbségeket és azok okait részletesen ismertettük. Az inflációs jelentéshez készített új makrogazdasági előrejelzés paraméterei romló makrogazdasági feltételrendszert jelentenek a költségvetési pálya szempontjából, valamint az időközben a Bankszövetséggel megkötött megállapodás is rontja a költségvetés egyenlegét.[13] Az új információk átvezetése összességében a GDP 0,5 százalékával növelte a 2012-re prognosztizált hiány mértékét.

5-4. táblázat
Az ESA-egyenleg 2013-ra jelzett változásának komponensei
(a GDP százalékában)

	Eltérés
Különadók eltörlése, csökkentése	–0,4
Adócsökkentés, adókedvezmény-szélesítés	–0,4
Egyéb bevételek változása	–0,1
Bérkompenzációs kiadások csökkentése	0,3
Fejezeti, intézményi nettó kiadások változása	0,0
Szociális kiadások változása (áthúzódó hatás)	0,1
Nyugellátások változása	0,2
Egészségügyi kiadások változása	0,1
Lakástámogatás változása	0,1
Önkormányzatok egyenlegének változása	0,2
Nettó kamatkiadások változása	–0,1
Eredményszemléletű korrekciók változása	–0,2
Egyéb változások	–0,1
Változások összesen:	**–0,3**

A legfrissebb makrogazdasági pálya mentén 2012-ben egyrészt a finanszírozási költségek (a költségvetés közvetlen nettó kamatkiadása) emelkedtek meg a GDP 0,1 százalékával, elsősorban a forint árfolyamának jelentős gyengülése következtében.

Másrészt hasonló nagyságrendben, a GDP 0,1 százalékpontjával növeli a deficitet az adó- és járulékbevételek csökkenése. Ezen belül a gazdálkodó szervezetektől származó bevételek nem csökkentek, hanem kissé növekedtek, mert az alacsonyabb növekedésből adódó bevételkiesést túlkompenzálta a gyengébb árfolyamból adódó bányajáradékbevételi többlet, továbbá a magasabb infláció az iparűzési adó-bevételt is növeli.

[13] A kormány Bankszövetséggel kötött megállapodása egyrészt a költségvetés által vállalt kiadások, másrészt a bankok által vállalt kiadásoknak a pénzügyi szervezetek adóját csökkentő hatása következtében rontja a jövő évi költségvetés egyenlegét. A Nemzeti Eszközkezelő kiadásait nem számoltuk el az ESA-egyenlegben, mert a statisztikai elszámolás módszertana még bizonytalan. Amennyiben az Eszközkezelő kiadásait, ingatlanvásárlásait reálberuházásként kell elszámolni, akkor az része lesz az ESA szerinti kiadásoknak; és 2012–2013-ban a GDP 0,1 százalékpontjával ronthatja az egyenleget.

A kormány által december 15-én bejelentett intézkedések közül a költségvetés bevételeit növeli a magánnyugdíjpénztár-tagok egyéni járulékának áttterelése a költségvetésbe, valamint a dohánytermékek jövedékiadó-terhelésének növelése. Ugyanakkor, ezek a többletbevételek automatikusan nem javítják a költségvetés egyenlegét, mivel az intézkedésektől várt többletbevétellel megemelte a kormányzat a központi szabad tartalékok előirányzatait. Ezzel szemben a Bankszövetséggel kötött megállapodás számításunk szerint a GDP 0,4 százalékával növeli közvetlenül a költségvetés hiányát, amit csak részben kompenzál a magasabb növekedésből és a háztartások magasabb fogyasztási kiadásaiból származó bevételnövekedés (0,1 százalékpont).

Az emelt összegű központi szabad tartalékok (Országvédelmi Alap és Kamatkockázati tartalék) törlése 0,9 százalékponttal csökkentheti a jövő évi költségvetési hiányt, ami így a GDP 2,8 százalékát érheti el (5-2. táblázat). Ebben az esetben azonban gyakorlatilag nem marad szabadon elkölthető tartalék a költségvetésben az év közben esetlegesen felmerülő váratlan kiadások vagy bevételkiesések kezelésére.

A december 15-i bejelentések közül előrejelzési szabályaink alapján nem számoltunk a költségvetési szervek és fejezetek kiadásait érintő zárolással (a GDP 0,2 százaléka). A kiadások zárolása önmagában nem javítja az egyenleget, és későbbi esetleges törlésüket is csak végrehajtható kiadáscsökkentő intézkedések ismeretében vennénk figyelembe.[14]

2013-ra előrejelzési szabályainknak megfelelően csak a már kellően részletezett intézkedések hatásait építettük be előrejelzésünkbe. Ezek alapján a konvergenciaprogramban szereplő hiánycélt jelentősen meghaladó deficit várható 2013-ra. Mivel a 2010–2011. években meghozott, az egyenleg javítását célzó intézkedések egy része nem tartós hatású intézkedés, ezért 2013-ban az átmeneti intézkedések kiesésével az eredményszemléletű hiányra vonatkozó várakozásunk a szabad tartalékok törlése esetén is kismértékben meghaladhatja a Túlzott Hiány Eljárás (Excessive Deficit Procedure, EDP) szempontjából kiemelt fontosságú 3 százalékos küszöbértéket.

A 2013. évi előrejelzésünk során azzal számoltunk, hogy az átmenetileg bevezetett vállalati különadók 2013-tól megszűnnek, a pénzintézeti különadó nominálisan megfelelődik.[15] Ezen túlmenően a személyi jövedelemadó-rendszer-

[14] Már a 2011 októberében megjelent *Elemzés az államháztartásról* kiadványban is felhívtuk rá a figyelmet, hogy a költségvetési szervek és fejezetek 2012-es nettó kiadási előirányzatának 2011-hez mért jelentős csökkentése is csak további, fenntartható intézkedésekkel lehet elérhető. A kormány által újonnan bejelentett zárolások ezt a már csökkentett kiadási előirányzatot érintenék.

[15] A 2011. évi adóterheléshez viszonyítva feleződik meg a pénzintézeti különadó, mivel 2012-ben a befizetendő különadót csökkenteni lehet a végtörlesztéshez kapcsolódó tőkeveszteség meghatározott részével. Becslésünk szerint – 20 százalékos végtörlesztési arányt feltételezve – a GDP 0,4 százalékpontja körüli veszteséget írhatnak le a hitelintézetek jövőre a pénzintézeti különadóból.

5-5. táblázat
A háztartások felé irányuló fiskális impulzus tényezői
(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
1) Impulzus összesen (2+3+4)	**2,7**	**–2,4**	**–0,1**
2) Impulzus a háztartásoknak	1,8	–1,5	–0,8
3) Nettó indirekt adók*	0,0	–0,6	1,2
4) Egyéb (vállalatok, külföld, kormányzati vásárlás)	0,9	–0,3	–0,5
ezen belül:			
4.1 áfa-visszatérítés a vállalatoknak	1,0	–1,0	0,0
4.2 központi szabad tartalékok	0,0	0,9	0,0
4.3 nem feloszthető tételek	0,0	–0,2	–0,5
5) Impulzus szabad tartalékok nélkül (1–4.2)	**2,7**	**–3,3**	**–0,1**

ben teljesen megszűnik az ún. félszuperbruttó rendszer; de ennek hatását ellensúlyozza a bérkompenzáció csökkentése; továbbá számoltunk az eva teljes megszűnésével, valamint a szakképzettséget nem igénylő foglalkoztatottak után fizetendő szociális hozzájárulási adó csökkenésével. Az egyenleget javítja a megváltozott munkaképességűekkel kapcsolatos intézkedések kiteljesedése, a nyugellátásokra fordított kiadásokból származó megtakarítás (öregségi és korhatár alatti nyugdíjak együttesen). Továbbá egyenlegjavulást okoz a dologi kiadások és az állami bérek befagyasztása, így összességében a költségvetési szervek GDP-arányos nettó kiadása tovább csökkenhet. Nem számolunk viszont az elektronikus útdíj bevezetéséből származó addicionális költségvetési bevétellel, mivel a beruházás nincs előkészítve, ez 50 milliárd forintnyi bevételcsökkenést jelent korábbi prognózisainkhoz képest.[16] Az önkormányzati alrendszernél további kiigazításra számítunk, a 2011-ben látható folyamatok tartós hatásúvá válásával. Összességében az adóintézkedésekkel kapcsolatos lazítás a GDP 1,2 százalékára tehető, a kiadás oldali intézkedések és egyéb folyamatok egyenlegjavító hatása a GDP arányában bő 0,9 százalékpont, így 2013-ra mintegy 0,3 százalékpontos egyenlegromlást várunk.

A ciklikus komponens becsült nagysága jelentősen csökkent a szeptemberi inflációs jelentésben szereplő értékhez képest. Ezen változás legfontosabb tényezőjét – a potenciális növekedésről alkotott képünk elmozdulását – a 4-2. keretes írás ismerteti. A ciklikus komponens nagysága alapján 2012-ben a ciklikusan igazított kiegészített SNA-hiány a GDP 3,2 százalékára csökken, majd 2013-ban az előző évi szint körül maradhat (5-2. táblázat).[17]

[16] Az NGM korábbi álláspontja szerint a Széll Kálmán-terv évente 100 milliárd forintos bevétellel számolt az igénybevétel-arányos elektronikus úthasználati díjrendszer bevezetéséből.

[17] A ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg azt mutatja, hogy középtávon hova tart a költségvetés egyenlege, vagyis további intézkedések nélkül mekkora lesz az egyenleg, ha a gazdasági visszaesés – elsősorban az adó- és járulékbevételeken keresztül realizálódó – veszteségei már nem jelentkeznek a költségvetésben, azaz a gazdaság teljesítménye felzárkózik a középtávú trendjéhez.

5-6. táblázat
A háztartások felé irányuló fiskális impulzus tényezői
(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
Impulzus összesen (1+…+7)	**1,8**	**–1,5**	**–0,8**
1) Személyi jövedelemadó	1,6	–0,4	0,1
2) Járulékok	0,2	0,1	–0,3
3) Nettó bérek közterhek nélkül	–0,5	–0,2	–0,2
4) Pénzbeni szociális juttatások	–0,3	–0,6	–0,5
5) Reálhozam kifizetés (egyszeri transzfer)	0,8	–0,8	0,0
6) Végtörlesztés (közvetett állami transzfer)	0,0	0,2	–0,2
7) Bérkompenzáció – transzfer a vállalatoktól	**0,0**	**0,2**	**0,3**

A költségvetésben szereplő központi szabad tartalékok teljes törlését feltételezve hasonló folyamat rajzolódik ki, a ciklikusan igazított középtávú egyenleg 2,3 százalék körüli szintre csökkenhet jövőre, 2013-ban viszont kismértékben emelkedik a hiányszint (2,5 százalékra). Tehát várakozásunk szerint a ciklikusan igazított egyenleg a következő két évben nem éri el az MTO 1,5 százalékos küszöbértékét.[18]

5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A fiskális impulzus azt méri, hogy a költségvetési intézkedések, folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok hogyan érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. A fiskális impulzust a gazdasági hatások nélküli tételektől szűrt, kiegészített elsődleges SNA-egyenleg változásával mérjük.

Előrejelzésünk alapján a 2011. évi jelentős lazítást 2012-ben egy hasonló mértékű szűkítés váltja fel, majd 2013-ban közel semleges fiskális hatás vetíthető előre.[19] 2012–2013-ban a háztartások irányába erőteljesen szigorító hatású a fiskális politika. A vállalati szektor irányába az áfa-visszatérítések 2011. évi egyedi hatása miatt jelentkezik jelentősebb szigorítást 2012-ben. A jövő évi 2,4 százalékos keresletszűkítő impulzusból összességében 1,8 százalékot okoznak a 2011. évi átmeneti (egyszeri) tényezők kiesése, mivel az áfa-visszatérítés mellett a nyugdíjpénztári reálhozam-kifizetések is lazítást jelentettek a bázisévben. A nettó indirekt adók kategóriája tartalmazza mindazokat a tényezőket, amelyeknek hatása van az inflációra vagy a GDP-deflátorra. Itt számoltuk el a különadók kivezetéséből származó bevételkiesést.

[18] Az Európai Bizottság által megállapított középtávú hiánycélérték.

[19] A fiskális impulzus alakulását olyan szerkezetben mutatjuk be, ahogyan azt a Központi Statisztikai Hivatal elszámolja a nemzeti számlákban. Ugyanakkor számaink eltérnek a KSH által közölt adatoktól, mert az ún. kiegészített SNA-egyenleg előállításakor közgazdasági tartalmú korrekciókat hajtunk végre. Az egyszerűség kedvéért a kormányzati beavatkozás alapján létrejövő végtörlesztést nem tekintjük a fiskális impulzus részének, annak csak feltételezett hatását mutatjuk be a háztartásokra és a pénzügyi vállalatokra.

Amennyiben a költségvetési törvényjavaslatban szereplő szabad tartalékok teljes összege törlésre kerül, akkor a jövő évi fiskális impulzus –3,3 százalékpontra növekedne, mert az egyenleg ennyivel javulna. A 2013. évi impulzus nagyságára ennek elvileg semleges a hatása, mivel szabályaink szerint a központi szabad tartalék alakulása a bázishatáson keresztül a 2013. évi hiányt is érinti.

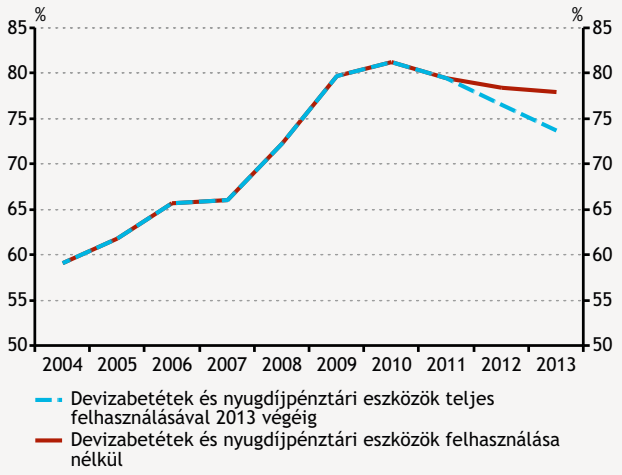
Az szja-lazítás mértéke 2011-ben összesen a GDP 1,6 százalékára tehető, ami azért marad el az adótáblát érintő változás becsült hatásától, mert itt kerül elszámolásra a privát szektor – kormányzati intézkedések miatti – bérvisszafogásához tartozó adóbevétel-kiesés hatása. A KSH elszámolása minden a bérekkel kapcsolatos közterhet a lakosságnál mutat ki, ennek megfelelően a munkáltatói járulékokat is a háztartásoknál számolja el. Így 2013-ban az állam visszavonulása a bérkompenzációból úgy jelenik meg, mint járulékterhelés-növekedés.[20] Ugyanakkor, a csökkenő állami bérkompenzációs kiadásokat a vállalati szektornak kell ellentételeznie, mivel a nettó keresetek továbbra sem csökkenhetnek, ennek hatását szemlélteti az 5-5. táblázat 7. sora. A nettó bérek közterhek nélkül soron számoltuk el az állami bérek befagyasztásából származó szigorítás hatását. Látható, hogy a kormányzat a legerőteljesebb kiigazítást a szociális kiadások visszafogásán keresztül hajtja végre, egyrészt az ilyen típusú kiadások reálértékének csökkentésén keresztül (pl. családtámogatások), másrészt a jogosultságok és az ellátások csökkentésén keresztül. Ehhez kapcsolódóan figyelembe kell venni azt is, hogy 2012-től ezzel egyidejűleg a közfoglalkoztatási kiadások (bérköltség) emelkednek, tehát nettó értelemben a kisebb szigorítás.

A jegybank aktuális prognózisa szerint, a jelenleg ismert feltételek alapján, a fennálló devizahitel-állomány 20 százaléka kerülhet végtörlesztésre a rögzített kedvezményes árfolyamokon. Becslésünk szerint ez a GDP 1,1 százaléka körüli veszteséget okozhat a hitelintézeteknek, tehát az intézkedés nagyságrendileg ekkora jövedelemtranszfert jelent a vállalati szektortól a háztartások felé. A transzfer évek közötti megoszlásánál sok a bizonytalansági tényező, mostani várakozásaink szerint 2011-ben a GDP 0,6 százaléka, 2012-ben a GDP 0,4–0,5 százaléka körüli lehet a jövedelemtranszfer összege. A Bankszövetséggel kötött megállapodás szerint a költségvetés 2012-ben mérsékli a hitelintézetek tőkeveszteségét, az erre fordított állami kiadást (adóalap-csökkentést) a háztartások irányába nyújtott tőketranszfernek tekintjük, mert az intézkedés végső célja a háztartások jövedelemhelyzetének javítása.

[20] A vállalatok a bérkompenzációt a járulékfizetési kötelezettségük nettózása révén vehetik igénybe.

5.4. Az államadósság várható alakulása

5-10. ábra
A bruttó államadósság alakulása
(a GDP százalékában)



Az államadósság 2011. évi alakulását döntően befolyásolja a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alaphoz került magánnyugdíjpénztári portfólió és a forint árfolyamának gyengülése. Előbbi az adósság csökkenését okozza azáltal, hogy az Alap által átvett magyar állampapírokat bevonta az adósságkezelő, illetve a többi eszköz fokozatos értékesítése lehetővé teszi a rendszeres és egyedi költségvetési kiadások fedezését további adósságelemek kibocsátása nélkül. A forint leértékelődése ezzel szemben jelentősen növelte a GDP-arányos államadósságot a devizaadósság forintban kifejezett értékének emelkedésén keresztül. A bevont állampapírok a GDP mintegy 4,8 százalékával csökkentették az adósságrátát, az eszközök értékesítéséből befolyó források felhasználása további 1,9 százalékkal, míg a forint leértékelődése becslésünk szerint 3,2 százalékkal növelheti GDP-arányos adósságot.

Mindezek alapján év végén a GDP 79,5 százaléka körül alakulhat az államadósság, ami tartalmazza a MÁV-tól várhatóan átvállalt hiteleket 60 milliárd forint értékben. A megyei önkormányzatok adóssága része a teljes államháztartás adósságának, így annak átvállalása a központ részéről nem befolyásolja az államadósságot, csak annak a központi és az önkormányzati alrendszer közötti megoszlását. A várható adósságráta a szeptemberben közzétett előrejelzéshez képest döntően a forint gyengülése miatt emelkedett.

2012-ben a költségvetési hiányra valamint annak finanszírozására vonatkozó előrejelzésünk és változatlannak feltételezett árfolyam mellett 78,5 százalékra csökkenhet a GDP-arányos adósság mértéke, amit 2013-ban kissé emelkedő hiány mellett további 0,5 százalékos adósságcsökkenés követhet. A nyugdíjpénztári portfólió és a devizabetét finanszírozási tartalékot nyújt a költségvetésnek, amelynek felhasználásával az időszak végére akár a GDP 4 százalékával alacsonyabb adósságszint is elérhető. Alappályánkban ezzel nem számoltunk, mert úgy ítéljük, hogy a tartalékok túl gyors felhasználása kockázatokat hordozna magában a költségvetés középtávú finanszírozási lehetőségeit tekintve.

6. Kiemelt témák

6.1. A kormányzat és a Bankszövetség között 2011. december 15-én létrejött megállapodás lehetséges makrogazdasági hatásai

Elemzésünkben röviden áttekintjük a kormányzat és a Bankszövetség között 2011. december 15-én létrejött megállapodás legfontosabb elemeit, illetve várható makrogazdasági hatásait. A megállapodás létrejötte mindenképpen pozitívan érinti a magyar gazdaság növekedési kilátásait a következő években. Ezen pozitív hatás nagyságrendjét azonban még érdemben befolyásolhatják a – kormányzat és a Bankszövetség által is kitűzött – további tárgyalási fordulók eredményei is. Aktuális elemzésünkben az eddig konkretizálódott részleteket, illetve annak becsült makrogazdasági hatásait mutatjuk be.

A megállapodás legfontosabb elemei

A Bankszövetség és a Kormány között 2011. december 15-én aláírt egyezség négy fejezetben (A, B, C, D) tartalmaz megállapodásokat a felek között.

Az egyezmény A) fejezete a kedvezményes végtörlesztés szabályait szigorítja, illetve utólagos részleges kompenzációban részesíti a bankokat a végtörlesztésből adódó veszteségeikért. Ez utóbbi keretében a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások visszaigényelhetik a 2011-es bankadóból a végtörlesztéshez kapcsolódó veszteségeik 30%-át, előzetes becsléseink szerint mintegy 84 milliárd forintot. A végtörlesztési szabályok szigorításához tartozik, hogy a végtörlesztő adósoknak 2012. január 30-ig hitelt érdemlően igazolniuk kell, hogy miből fognak fizetni. Így aki eddig az időpontig nem biztosítja a végtörlesztés fedezetét, annak erre ezt követően, a februári tranzakciózárásig sem lesz már lehetősége. Ezenkívül a végtörlesztéshez nyújtható munkáltatói támogatás és kamatmentes kölcsön folyósításának végső dátumát 2011. december 31-ben határozzák meg, a közalkalmazottakra és köztisztviselőkre pedig egyéb szigorító kritériumokat is meghatároztak.

A B) fejezet a 90 napon túli késedelemben levő devizajelzáloghiteladósok helyzetét szabályozza. A késedelem

fennállását a 2011. szeptember 30-i értéknapra kell meghatározni, és a késedelemnek a minimálbért meghaladó mértékűnek kell lenni. Ezen adósok fennálló hiteltartozása – a jelenlegi árfolyamokon – mintegy 620 milliárd forintra tehető. A megállapodás alapvetően azokra az ügyfelekre vonatkozik, akiknél a fedezetül szolgáló ingatlan értéke a folyósításkor a 20 millió forintot nem haladta meg (becsléseink szerint ez az érintett hitelállomány 60%-a, kb. 375 milliárd forint). A megállapodás kulcseleme, hogy a bankok a devizatartozást piaci árfolyamon forintra váltják, amihez az MNB devizatartalékát használják fel (becsléseink szerint 1,2-1,3 milliárd euro értékben). Ezt követően a tartozás 25%-át elengedik azoknál az adósoknál, akik nyilatkozatot tesznek a fizetőképességben bekövetkezett és igazolható romlásról. Feltételezve, hogy a forintra váltott állomány 100%-a teljesíti ez utóbbi feltételt, az elengedett adósság mértéke mintegy 95 milliárd forint lehet, aminek 30%-át (28 milliárd forint) a hitelintézetek visszaigényelhetik a 2012-es bankadóból. Itt fontos kiemelni, hogy a tartozáselengedés a bankok számára további tehervállalást már nem jelent, mivel a nem-teljesítő jelzáloghitelek átlagosan 35%-át értékvesztésként korábban már leírták. A tartozáselengedés mellett az adósok azon része, amely kiskorú eltartottal is rendelkezik, állami kamattámogatást vehet igénybe, amelynek mértéke az első évben az állampapír-referenciahozam 50%-a és öt év alatt fokozatosan csökken, majd megszűnik. A kamattámogatás nagyjából kompenzálja a magasabb forintkamatokat, így a támogatást igénybe vevők havi törlesztőrészlete a jelenlegi szintekhez képest mintegy 25%-kal csökkenhet. Akik nem kapnak kamattámogatást (csak tartozáselengedést), azoknak a törlesztőrészlete is kisebb mértékben, nagyjából 10%-kal csökken. Végezetül a Nemzeti Eszközkezelő által megvásárolandó ingatlanok keretét a jelenlegi 5 ezerről 25 ezerre emelik, ami így a nem-teljesítő adósok mintegy 20%-a számára kínálhat megoldást. Ugyanakkor ezen ingatlanok megvásárlása az államnak legalább 80 milliárd forint finanszírozási igényt[21] és évi 4-6 milliárd forint folyó finanszírozási költséget jelent.

A C) fejezet a jelenleg is érvényben lévő 3 éves átmeneti árfolyamrögzítési program kibővítése a nem végtörlesztő és még teljesítő deviza-jelzáloghitelállományra (mintegy 3800 milliárd forint). Ennek értelmében 2016 végéig rögzítenék a programban részt vevők törlesztőrészleteinek árfolyamát a 180 Ft/CHF, 250 Ft/EUR, illetve 2,5 Ft/JPY árfolyamokon, a programba az adósok 2012 végéig jelentkezhetnek. A rögzítési és a valós árfolyam közötti különbséget az adós, az állam és a bank olyan módon osztják meg, hogy az aktuális havi törlesztőrészlet tőkerészének arányában a teher az adósra, a kamatrész arányában pedig az állam–bank párosra

[21] Egyelőre bizonytalan, mivel a számviteli szabályok értelmezésétől is függ, hogy ez a finanszírozási igény egyúttal a költségvetési hiányt is növelni fogja-e.

esik, utóbbiak ezen a részen 50-50%-ban megosztoznak. Ez egy átlagosnak számító, 15 éves hátralévő futamidejű hitel esetében nagyjából 1/3-1/3-1/3-os tehermegosztást jelent, noha a futamidő csökkenésével az adós része valamelyest növekedni fog (mivel a futamidő csökkenésével a tőkerész aránya a törlesztőrészleten belül növekszik). Ez a teher az állam és a bankok számára – becsléseink szerint és 100%-os részvételi arány esetén – az első évben 41-41 milliárd forint kiadást jelent, ami 2016-ra évi 33-33 milliárd forintra csökken majd. Az adósra jutó teher egy bankközi kamattal kamatozó gyűjtőszámlára kerül, aminek egyenlegét majd 2016-tól kell visszafizetnie az eredeti hitel lejáratának megfelelő ütemben. Az egyezség további része, hogy 270 Ft/CHF, 340 Ft/EUR, illetve 3,3 Ft/JPY árfolyamszintek felett minden további veszteség az államot terhel 2016-ig. Az intézkedés eredményeképpen a hitelfelvevők mostani árfolyamon számolt törlesztőrészletei mintegy 28%-kal fognak csökkenni a rögzítési időszak alatt. Ezt követően viszont – a gyűjtőszámlán felhalmozódó egyenleg miatt – a jelenlegi szinthez képest mintegy 10%-kal nő a törlesztési teher (továbbra is az aktuális árfolyamokkal és bankközi kamatokkal számolva). További eleme az egyezségnek, hogy a transzparens árazásról szóló törvény hatálybalépését 4 hónappal, 2012 áprilisára halasztják el.

A megállapodás utolsó, D) fejezete a „növekedési paktum", amelynek értelmében a kormány vállalja, hogy az eredeti terveknek megfelelően 2013-ban kifuttatja a bankadót és ezt követően legfeljebb csak az Európai Unióban vagy annak tagállamai alkalmazott átlagos mértékű bankadót tart fent. Emellett a felek vállalták, hogy rendszeresen konzultálni fognak, amiről az IMF-et és az Európai Bizottságot is tájékoztatják. A megállapodás eleme, hogy a 2012-es bankadó alapját a hitelintézetek három elemmel csökkenthetik: a KKV-hitelek állományának 5%-os csökkenési pályához képesti nettó állománynövekményével, illetve a lakásfedezetű és EU-pályázati előfinanszírozású hitelek bruttó növekményével.

Pénzügyi hatások az egyes szektorokra

A megállapodás közvetlen pénzügyi hatásait az egyes szereplőkre az 6-1. táblázat mutatja be. A hatások becslése során az alábbi feltételezésekkel éltünk:

- a jelenlegi árfolyamszintek (Ft/CHF: 250, Ft/EUR: 305) maradnak fenn;
- a 2016-ig való árfolyamrögzítési programba minden arra jogosult adós belép rögtön 2012 elején;
- a nemteljesítő adósok 60%-a felel meg azoknak a kritériumoknak, amelyek az adósságuk forintra váltásához és a 25%-os adósságelengedéshez szükségesek, illetve ezen

6-1. táblázat
A megállapodás (és a végtörlesztés) közvetlen becsült pénzügyi hatásai az egyes szektorokra, milliárd forintban
(vastaggal szedve a megállapodás nettó hatásai)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	NPV*
Adósok teljes cash-flow-változása a megállapodásból (2+3)		123	123	123	123	123	518
ebből: adósok nettó egyenlege (2)		***81***	***78***	***74***	***70***	***65***	***312***
ebből: saját adósság növekedése a gyűjtőszámlán (3)		*42*	*45*	*49*	*53*	*58*	*206*
Az adósok vagyonnövekedése a végtörlesztésből (4)	281						281
Az állam pénzügyi egyenlege a megállapodásból (5)	**–84**	**–83**	**–52**	**–51**	**–48**	**–45**	**–324**
további állami finanszírozási igény (6)		–28	–24	–35			–77
A teljes banki egyenleg (8+9)	–197	–11	–39	–37	–35	–33	–325
Banki pénzügyi egyenleg a megállapodásból (8)	**84**	**–11**	**–39**	**–37**	**–35**	**–33**	**–44**
Banki veszteség a végtörlesztésből (9)	–281						–281

** a nettó jelenérték-számításhoz használt diszkontláb: 6%.*
Megjegyzés: A táblázat vastaggal jelölt, a megállapodás hatásait bemutató sorai nem zárnak nullára. Ennek oka, hogy egyes tételek kiadást jelentenek az állam vagy a bank számára, de mégsem vehetők figyelembe egyértelmű jövedelemtranszferként a háztartások számára. Például a forintra váltó nemteljesítő devizaadósoknak nyújtandó kamattámogatás egyértelmű állami kiadás, az adós helyzetében viszont nem eredményez cash-flow hatást, mivel a kamattámogatás csak a magasabb forintkamatokat kompenzálja (ráadásul csökkenő mértékben, amit nem vettünk figyelembe). Hasonlóan nehéz megítélni a Nemzeti Eszközkezelő hatását az adósok jövedelmi helyzetére (mivel ez például a bérleti díjak megállapításától is függ). A 25%-os adósságelengedést nem vettük figyelembe sem a háztartásnál, sem pedig a bankoknál, mivel a bankok ezt a veszteséget korábban már értékvesztés formájában leírták.

adósok valamennyien jogosultak lesznek az állami kamattámogatásra (noha valószínűleg ez utóbbi feltételezés erős);

- a végtörlesztés végső részvételi aránya a 2011. szeptember 30-án fennálló teljes svájci frank és japán jen alapú jelzáloghitel-állományra 20%-os lesz, az eurohitelekre 0%.[22]

Az egyes szektorokra összességében a csomagból a következő közvetlen pénzügyi hatások következnek:

- Adósok:
  - a teljesítő adósok az árfolyamrögzítés kapcsán – 100%-os részvételi arányt feltételezve – 2012-től mintegy 81 milliárd forintnyi (majd a futamidő csökkenésével folyamatosan csökkenő mértékű) transzfert kapnak az államtól és a bankoktól. Tovább évi mintegy 42–58 milliárd forintnyi összeg kifizetését pedig 2016 utánra halaszthatják. Ez tehát összességében mintegy 120 milliárd forintnyi cash-flow-könnyítés a háztartásoknak – noha ez az összeg egy, a mostaninál erősebb forintpályán alacsonyabb lenne;
  - a program egyéb pontjainál nem egyértelmű a cash-flow-hatás: a késedelmes adósoknál a hitelek forintra váltása magasabb kamatterhet jelent, noha ezt az állami kamattámogatás az első években kompenzálja. A 25%-os adósságelengedés ugyan ezzel megegyező mér-

[22] Mivel az eurohitelek esetében az adósok túlnyomó része a 250 Ft/EUR árfolyamkritérium alatti hitelfelvételt nem teljesíti.

tékű törlesztőrészlet-csökkenést is jelentene, de mivel ezek az adósok jelentős részben eddig sem fizették a törlesztőrészleteiket teljes mértékben, így ennek a cash-flow-hatása az ő helyzetükre akár még negatív is lehet (noha a vagyoni hatás természetesen egyértelműen pozitív). Az Eszközkezelő működésének az adósok jövedelmi helyzetére gyakorolt hatásait egyelőre nehéz előrejelezni, mivel nem világos, milyen mértékű bérleti díjakat határoz majd meg a NET és azt milyen konzekvensen fogja behajtani (a NET-hez kerülő adósoknál a vagyoni hatás pedig a fennálló hitel/fedezet – LTV – értéktől függ).

- Hitelintézetek:

  – a bankoknál két egyszeri pozitív jövedelemhatás azonosítható: a végtörlesztés veszteségei 30%-ának levonása a 2011-es bankadóból (kb. 84 milliárd Ft), és a nemteljesítő adósok tartozáselengedése 30%-ának levonása a 2012-es bankadóból (kb. 28 milliárd Ft). Fontos felhívni a figyelmet azonban arra is, hogy a hitelintézetek magán a végtörlesztésen várhatóan mintegy 280 milliárd forintot veszítenek (a jelenlegi árfolyamszintek mellett), amiből csak 84 milliárd forintot térít meg az állam. Itt kell megemlíteni azt is, hogy a megállapodás nem tartalmazza a bankok végtörlesztéssel kapcsolatos jogi kártérítési igényeitől való elállást, vagyis az ezzel kapcsolatos jogi eljárások folytatódnak. Így a végtörlesztési veszteségnek fennmaradó – 2011-es bankadóból visszaigényelt 30%-kal csökkentett – várhatóan mintegy 200 milliárd forintos összegének sorsa függőben van. Így ez a tehertétel a bírósági döntések kimenetelének függvényében akár át is kerülhet a bankrendszertől az államhoz, ami jelentősen módosíthatja az egész tehermegosztást;

  – mint korábban utaltunk rá, a nemteljesítő adósok adóssságelengedése a bankrendszer számára nem tekinthető addicionális tehervállalásnak, mivel ezeket a veszteségeket a hitelintézetek már korábban leírták értékvesztésként. Más szóval: ezt a veszteséget a bankok közgazdaságilag már elszenvedték, a jelen megállapodás keretében csupán jogilag is lemondtak róla;

  – a bankok számára valós terhet a megállapodásból – a végtörlesztés veszteségein túl – így egyedül a teljesítő adósok árfolyamrögzítéséből vállalt rész jelent: ennek mértéke az első évben mintegy 41 milliárd forint, amely 2016-ig nagyjából 33 milliárd forintra csökken (a futamidők és emiatt a törlesztőrészletek kamatrészének csökkenése miatt). Természetesen alacsonyabb árfolyamszinteken, illetve ha a programban való részvétel nem lesz 100%-os, akkor ez a teher is kisebb lehet.

- Költségvetés:

  - az államnál kiadásként jelentkeznek a bankoknak juttatandó engedmények a bankadóból 2011-ben és 2012-ben (84, illetve 28 milliárd forint), illetve függő kiadásként még ott marad a végtörlesztésből származó veszteségeknek a jelen megállapodásban nem rendezett, maradék és várhatóan mintegy 200 milliárd forintos kártérítési igénye;

  - az államot 2016-ig az árfolyamrögzítési programból ugyanolyan éves kiadások terhelik, mint a bankszektort (Emellett közvetett hatásként azonosítható a banki tehervállalás és ezáltal csökkenő eredmény miatt kieső társaságiadó-bevétel, de ezzel a direkt hatásoknál nem számoltunk.);

  - emellett a költségvetés 2012-ben évi mintegy 10-11 milliárd forintnyi kiadásra számíthat a nemteljesítő adósoknak nyújtott kamattámogatásból (ez azonban 2016-ig 6-7 milliárd forintra csökken a támogatási intenzitás csökkenése miatt);

  - a Nemzeti Eszközkezelő költségvonzatai egyelőre igen bizonytalanok: becsléseink szerint az ingatlanok megszerzésének költsége 2014-ig összességében nagyjából 90-100 milliárd forint finanszírozási igényt ró az államra (noha itt egyelőre bizonytalan, hogy ez hiánynövelő tételként számolandó-e el). Ennek a folyó finanszírozási költsége évi mintegy 4-6 milliárd forint lehet, az Eszközkezelő üzemeltetési egyenlegére azonban jelenleg igen korai lenne még becsléseket készíteni;

  - a hitelezés ösztönzésére nyújtott adókedvezmények (a bankadó alapjának csökkenthetősége) hatása a jelenleg 2012-re becsült hiteldinamikát és az általános európai tőkeáttétel-leépítési (deleveraging) folyamatot figyelembe véve egyelőre nem látszik szignifikánsnak. Az ebből származó állami bevételkiesés számításaink legfeljebb 1-2 milliárd forint lehet;

  - végezetül a költségvetés esetében a magasabb fogyasztási pálya következtében nagyobb indirektadó-bevételek is keletkezhetnek. Ennek nagyságrendje becsléseink szerint 20 milliárd forint lehet.

Közvetett hatások a portfólióminőségre és a banki hitelezési képességre

A megállapodás összességében pozitív hatással lehet a banki háztartási portfóliók minőségére, ez a hatás azonban nem egyenletes a két érintett nagy adóscsoport esetében:

- teljesítő adósok: az árfolyamrögzítés jelentősen, közel 30%-kal csökkenti az adósok havi törlesztőrészleteit, illetve a következő 5 évre megszabadítja őket annak ingadozásaitól is. Ennek köszönhetően ezen adósok sokktűrőképessége jelentősen emelkedik. A rögzítési és a piaci árfolyam közötti tehermegosztás, illetve az állami árfolyamsapka miatt a gyűjtőszámlákon felhalmozódó összegek sem nőhetnek túl magasra, így 2016 után a gyűjtőszámla törlesztésének megkezdése miatt a törlesztőrészletek a jelenlegi szintekhez képest csak nagyjából 10%-kal emelkedhetnek, ami kezelhető mértékű (pl. futamidő-hosszabbítással). Azonban itt hangsúlyozni kell, hogy a háztartások árfolyamkitettsége természetesen nem szűnik meg, vagyis 2016 után az adósok fizetőképességét továbbra is a deviza-árfolyamok határozhatják meg döntő mértékben;

- nem-teljesítő adósok: a nem-teljesítő adósoknál az adóssági elengedés, illetve az állami kamattámogatás csökkenti a törlesztőrészleteket, a hitelek forintra váltása a magasabb forintkamatok miatt viszont növeli. E kettő összességében nagyságrendileg 25%-os csökkenést hoz a törlesztőrészletekben a jelenlegi szintekhez képest (azon adósoknál, akik nem jogosultak a kamattámogatásra, ez a mérték még kisebb, alig 10% lesz). Kérdéses, hogy ez a nem-teljesítő adósok esetében elegendő lesz-e a fizetőképesség visszaállításához: jelentős annak a kockázata, hogy a programba beléptetett adósok egy jelentős része újból nem-teljesítővé válik. A Nemzeti Eszközkezelő kibővített kerete csak az adósok legrászorultabb 20%-ának a számára jelenthet megoldást.

Emellett a bankoknak a megállapodásban rögzített egyszeri (2011-es és 2012-es) bevételeik pozitívan hatnak a tőkehelyzetre, noha ezek a tételek még így is csak töredékét tudják kompenzálni a végtörlesztés miatti veszteségeknek.

Összességében tehát a portfólióminőségre gyakorolt kedvező középtávú hatás, illetve a részleges veszteségkompenzáció csökkentheti a banki tőkekorlátokat és ezáltal javíthatja a bankok hitelezési képességét. A KKV- és jelzáloghitelek állománybővülésének a bankadóból való levonhatósága pedig további – bár a feltételek miatt csak igen alacsony mértékű – ösztönzést adhat a hitelezés számára. Várakozásaink szerint azonban mindez csak enyhe mértékben módosítja a hitelezési pályát, mivel ezek a hatások a hitelezés visszaesését okozó többi tényező mellett inkább eltörpülnek.

Várható makrogazdasági hatások

A megállapodás döntően három csatornán keresztül hathat a hazai gazdaságra következő években.

- A még teljesítő adósok esetében a törlesztés után rendelkezésre álló jövedelmet pozitívan befolyásolja, amely hozzájárulhat a fogyasztás emelkedéséhez.

- A banki hitelképesség javulása enyhén növelheti – elsősorban a vállalati – hitelaktivitást.

- Végezetül a megállapodás létrejötte kedvezően érintheti a gazdaság kockázati megítélését is.

Aktuális információink szerint a három hatás közül előrejelzési horizontunkon a teljesítő adósok – jelentős kb. 30 százalékos – törlesztőterheinek csökkenéséből adódó hatás lehet a legerősebb. A vállalatihitel-aktivitás enyhe javulása döntően a forgóeszköz-hitelezést érintheti, ami a vállalatok folyó működését segítheti. A gyenge konjunkturális feltételek mellett a beruházási aktivitás élénkülésére – önmagában a megállapodás miatt – nem számítunk. A gazdaság általános kockázati megítélésén keresztül jelentkező hatás hosszabb távon érvényesülhet, amit számos további megállapodás (pl. IMF–EU tárgyalások, konzultáció a bankokkal) kimenete is befolyásolhat.

A lakosság jövedelmi helyzetére és fogyasztására gyakorolt hatások számszerűsítésénél a még teljesítő deviza-jelzáloghitelesekre vonatkozó intézkedéseket vettük figyelembe. A 90 napnál régebben késedelemben lévő adósok esetében a csomag hatásának számszerűsítése nem egyértelmű. Ennek oka, hogy például amennyiben ezen adósok fizetőképessége tartósan helyreállna, akkor akár az is előfordulhatna, hogy ezen háztartások fogyasztása csökkenne. A fogyasztási hatás megítélése a törlesztési hajlandóság változásának mélyebb vizsgálata mellett lehetséges.

A még teljesítő deviza-jelzáloghitelesek esetében az árfolyam különbözet kamatrészét az állam és a bankok megtérítik, így a háztartások számára adósságot csak a tőkerész halmozódása jelent. Becsléseink során arra számítunk, hogy a törlesztőteher csökkenéséből eredő nyereség 75 százalékát fordíthatják a háztartások fogyasztási kiadásaik növelésére. Ez az arány alacsonyabb az aktuális átlagos fogyasztási rátánál (körülbelül 87 százalék). Mértéke mögött két tényező áll:

- Egyrészt a háztartások figyelembe veszik, hogy az árfolyam-különbözet tőkerésze saját adósság, amelyet a rögzítési periódus lejárta után vissza kell fizetni. Az ebből adódó előtakarékosság óvatosabb fogyasztói viselkedést indokolhat.

- Szintén az óvatossági motívumot erősíti, hogy a bizonytalan makrogazdasági környezet a következő években is fennmaradhat.

- Ugyanakkor azt is fontos megemlítenünk, hogy az aktuális árfolyamszintek mellett az érintett háztartásokon belül magas lehet a likviditáskorlátos háztartások aránya, ami összességében a 2011-es többlet jövedelmek (szja-kiengedés, magánnyugdíj-pénztári reálhozamok kifizetése) esetében megfigyelt alacsony fogyasztási hajlandóságnál aktívabb vásárlói magatartást okozhat.

Az általunk becsült 75%-os arány az átlagos és a legmagasabb jövedelmű háztartások esetében megfigyelt fogyasztási ráták közötti tartományba esik.

A Delphi modellel végzett becsléseink alapján éves szinten nagyjából 90 milliárd forinttal nőhet a háztartások fogyasztása, amely összességében a fogyasztás volumenének 0,6 százalékpontos bővülését jelenti. 2012-ben ennek a hatásnak mintegy háromnegyedét számoljuk el, mivel a törvénymódosító javaslat benyújtásának határideje január vége. Az intézkedés várhatóan nem befolyásolja érdemben a foglalkoztatást és a fogyasztóiár-indexet.

6-2. táblázat
Várható reálgazdasági hatások
(százalék, eltérés egy megállapodás nélküli pályához képest)

	GDP	Háztartások fogyasztási kiadása	Import	Privát foglalkoztatás	CPI
2012	0,1	0,4	0,2	0,03	0,0
2013	0,03	0,2	0,03	0,0	0,01

7. Technikai melléklet: A 2012. évi éves átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat
Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra*

	CPI-hatás 2011-re			CPI-hatás 2012-re		
	áthúzódó hatás	bejövő hatás	Éves index	áthúzódó hatás	bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,2	0,5	0,7	0,1	0,4	0,5
Piaci	1,0	2,0	3,0	0,8	1,7	2,6
Indirekt adók és intézkedések	0,0	0,2	0,2	0,6	1,4	2,0
CPI	1,3	2,7	3,9	1,5	3,5	5,0

** Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is.*

7-2. táblázat
Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra*

	2011					2012				
	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	2,7	0,0	4,8	0,0	7,6	0,1	0,4	5,6	0,3	6,0
nem feldolgozott	1,8	0,0	2,5	0,0	4,3	−3,0	0,0	10,6	0,9	7,8
feldolgozott	3,2	0,0	5,8	0,1	9,4	1,3	0,6	3,1	0,0	5,0
Ipari termékek	0,4	0,0	0,7	0,1	1,2	0,4	0,8	1,2	0,7	3,2
tartós	−0,5	0,0	−0,9	0,0	−1,4	−0,9	0,8	2,2	0,8	2,9
nem tartós	0,7	0,0	1,3	0,0	2,0	0,8	0,8	1,0	0,7	3,3
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	1,7	0,0	2,3	0,9	0,0	2,2	1,0	4,1
Piaci energia	4,3	0,0	5,1	0,0	9,6	2,9	0,0	1,2	0,8	4,9
Alkohol, Dohány	−1,1	0,5	0,3	0,8	0,5	2,1	1,0	−0,9	7,0	9,3
Benzin	6,0	0,0	8,7	0,3	15,4	5,9	1,3	−1,4	1,6	7,4
Szabályozott árak	1,0	0,0	2,8	0,3	4,1	0,6	0,8	2,2	1,2	4,8
Fogyasztóiár-index	**1,2**	**0,0**	**2,5**	**0,2**	**3,9**	**0,9**	**0,6**	**2,1**	**1,3**	**5,0**
Maginfláció	0,7	0,1	1,8	0,2	2,8	0,9	0,6	1,8	1,3	4,6

** Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is.*

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

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

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

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

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

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

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

2004. május
Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata 26
A Negyedéves Előrejelző Modellről 80
Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás? 82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében 85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről 89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára 92
Mit mutat a legyezőábra? 96

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

2004. november
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink 42
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szemszögből 65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében 67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra? 71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon 74

Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben? 76

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2007. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát? 17
Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest 20
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre 30

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

2008. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*
Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra 16
Alapfelvetéseink változása 22

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

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

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

2008. november
Alapfeltevéseink 32

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Az indirekt adókat érintő intézkedések és az energiaár-támogatási rendszer átalakításának hatása a fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünkre 14
A 2012-es költségvetés eddig ismertté vált intézkedéseinek hatása makrogazdasági alappályánkra 23
A szeptember 16-án bejelentett kormányzati intézkedések költségvetési hatásai 71

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

Az előrejelzésünk mögötti legfontosabb külső feltevések 15
A bérköltségeket érintő intézkedések hatása az inflációra és a lakossági jövedelmekre 20
Lakossági jövedelmek és jövedelemfelhasználás 2011 első három negyedévében 41
Keretes írás a nemzeti számlák revíziójáról és a potenciális növekedésről alkotott képünk változásáról 44
Revíziók a fizetési mérlegben 54

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2011 (magyar nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MT 86. Olasz Henrietta–Kóczán Gergely (2010): Értékpapírelszámolás és letétkezelés Magyarországon

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

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

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

MT 91. Bauer Péter (2011): Inflációs trendmutatók

MT 92. P. Kiss Gábor (2011): Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből

MT 93. Dr. Turján Anikó–Divéki Éva–Keszy-Harmath Zoltánné–Kóczán Gergely–Takács Kristóf (2011): Semmi sincs ingyen: A főbb magyar fizetési módok társadalmi költségének felmérése

MT94. Sóvágó Sándor (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben

MT95. Fábián Gergely–Fáykiss Péter–Szigel Gábor (2011): A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

MT96. Keszy-Harmath Zoltánné–Kóczán Gergely–Kováts Surd–Martinovic Boris–Takács Kristóf (2011): A bankközi jutalék szerepe a kártyás fizetési rendszerekben

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

OP 90. Páles, Judit–Zsolt Kuti–Csaba Csávás (2011): The role of currency swaps in the domestic banking system and the functioning the swap market during the crisis

OP 93. Dr. Turján, Anikó–Éva Divéki–Éva Keszy-Harmath–Gergely Kóczán–Kristóf Takács (2011): Nothing is free: A survey of the social cost of the main payment instruments in Hungary

OP 94. Sóvágó, Sándor (2011): Identifying supply and demand in the Hungarian corporate loan market

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WP 2011/6. Kónya, István: Convergence and Distortions: the Czech Republic, Hungary and Poland between 1996–2009

WP 2011/7. Tamási, Bálint–Balázs Világi: Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy

WP 2011/8. Szalai, Zoltán: Asset prices and financial imbalances in CEE countries: macroeconomic risks and monetary strategy

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2011. december

Nyomda: D-Plus

H–1037 Budapest, Csillaghegyi út 19–21.