

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. június



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2012. június

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

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény, 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, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületein készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületein készült. A jelentés 1–4. és 6–7. 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: Antal Judit, Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Fábíán Gergely, Fehér Csaba, Felcser Dániel, Gábrriel Péter, Gyöngyösi Győző, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Horváth Dániel, Hudák Emese, Jeney Johanna, Kaponya Éva, Kékesi Zsuzsa, P. Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Koroknai Péter, Köber Csaba, Kucsera Henrik, Lehmann Kristóf, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, Rácz Olivér, Schindler István, Soós Gábor D., Sóvágó Sándor, Szabó Lajos Tamás, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Szűcs Péter, Tamási Bálint, Tóth Bernadetta, Varga Lóránt, Várhegyi Judit, Várpalotai Viktor, Vonnák Balázs.

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2012. június 20-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	18
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	21
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	23
3.1. Nemzetközi környezet	23
3.2. Aggregált kereslet	29
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	34
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	38
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	40
3.6. Költségek és infláció	41
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	45
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	45
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	48
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	51
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	51
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	54
5.3. Költségvetési folyamatok	56
6. Kiemelt témák	60
6.1. A Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedéseinek makrogazdasági hatásai előrejelzésünkben	60
7. A 2012. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	67
A Magyar Nemzeti Bank kiadványai	68

Keretes írások jegyzéke

Az európai válságkezelés	28
Recesszió és kilábalás – növekedési minták a válságot követően nemzetközi összehasonlításban	32
Beruházási viselkedés vizsgálata ágazati bontásban	36

Összefoglaló

A gyenge keresleti környezetben a maginfláció teljes előrejelzési horizontunkon alacsony marad, így a kockázati megítélésünk tartós javulása és az infláció alappályában várt mérséklődése esetén lehetővé válik az alapkamat csökkentése

A hazai gazdaság teljesítményének év eleji csökkenése részben tartós gyengeségeket tükröz

A romló európai konjunktúrákilátások miatt az exportszektor kevésbé támogatja a növekedést

Szigorú hitelfeltételek, csökkenő hitelkínálat várható

A belső kereslet igen visszafogott, a reálgazdaság dezinflációs hatása tovább erősödik

Júniusi előrejelzésünk alappályája szerint a hazai gazdaság kibocsátása idén csökken, és jövőre is csak visszafogottan bővíthet. A növekedést továbbra is csak az export támogatja. A belső kereslet a teljes előrejelzési horizonton gyenge marad, így az indirektadó-emelések hatásának kifutásával az infláció 2013 végére a cél közelébe kerül. A reálgazdasági megfontolások és az inflációs alapfolyamatok a monetáris lazítás irányába hatnak. Ugyanakkor a kockázati megítélésünk továbbra is törékeny, és a monetáris politikai horizonton újabb árszintemelő sokkok érik a gazdaságot. Rövid távon a kamat emelésének és csökkentésének irányába ható tényezők nagyjából kioltják egymást. Kamatcsökkentésre a kockázati prémium érdemi és tartós mérséklődésével és az infláció alappályában előre jelzett lassulásával nyílik lehetőség.

Az év eleji reálgazdasági adatok alapján visszaesett a magyar gazdaság teljesítménye. A vártnál lényegesen rosszabb első negyedéves GDP-adat, azon belül is különösen a beruházások jelentős csökkenése, átmeneti hatások mellett az általános makrogazdasági környezet rosszabbodását is tükrözi. A válság előtti években felhalmozott jelentős adósságok leépítése tartósan mérsékli mind a magánszféra, mind az államháztartás belső keresletét. A beruházási ráta a válság kezdete óta folyamatosan csökken, a nettó cégalapítás évek óta negatív. Ez arra utal, hogy a kereslet évek óta tartó gyengélkedése a termelési kapacitásokban is tartós veszteségeket okozhatott. A magyar gazdaság termelési potenciálja az előrejelzésben is csak igen lassan bővíthet.

Az eurozóna elhúzódó szuverén adósságválsága, az ezzel összefüggő fiskális megszorítások és az európai bankrendszer romló hitelezési képessége miatt, felfelvi piacaink kereslete csak mérsékeltten bővíthet. A külső kereslet élénkülésére csak az év végétől számítunk. Ugyanakkor az új autópárház kapacitások az idei év közepétől már javítják az exportszektor teljesítményét.

Az elmúlt időszakban tovább szigorodtak a banki hitelkondíciók, szűkült a hitelezés. A bizonytalan gazdasági környezet, a folytatódó anyabanki forráskivonás és a rossz banki portfólióminőség továbbra is visszafogja a bankrendszer hitelkínálatát. A tranzakciós illeték tervezett bevezetése tovább rontja a pénzügyi közvetítőrendszer jövedelemtermelő-képességét. Előrejelzésünkben a bankrendszer csökkenő hitelezési aktivitása jelentősen visszafogja a belső keresletet, ráadásul a tartós hitelszűke a fejlesztésekre és beruházásokra gyakorolt negatív hatásán keresztül a gazdaság hosszú távú növekedési kilátásait is rontja.

A magas munkanélküliség, a csökkenő reáljövedelmek és a szigorú hitelfeltételek visszafogják a háztartások fogyasztását. A bizonytalan kilátások, a korlátozott, illetve drága külső forrásbevonás, valamint a vállalatok jövedelmezőségét negatívan befolyásoló kormányzati intézkedések tovább csökkenő

beruházási aktivitást jeleznek előre. A kormányzat hiánycsökkentő lépései is szűkítik a belső keresletet, ami a szigorú hitelfeltételek mellett különösen érzékenyen érintheti a gazdaságot. A gyenge keresleti környezetben a kibocsátási rés rövid távon tovább nyílik, a kibocsátás a teljes előrejelzési horizonton jelentősen elmarad a potenciális szintjétől.

A laza munkapiacra a bérek csak mérsékelt ütemben emelkedhetnek

Bár a kormányzat aktivitást élénkítő lépései emelik a munkakinálatot, a gyenge konjunktúrakilátások következtében a munkakereslet a következő években is alacsony marad. Az emelkedő munkanélküliség mellett a minimálbér-emelés hatásának kifutásával a bérezés visszafogott lehet. Az előrejelzésben azzal számolunk, hogy a minimálbér-emelés rövid távon az állami bérkompenzáció miatt nem csökkenti a foglalkoztatást, de hosszabb távon gyengítheti a munkahelyteremtés esélyeit.

Az inflációs alapfolyamatok mérsékeltek maradnak, az indirektadó-emelések hatásának kifutásával az infláció a cél közelébe kerül

Az elmúlt hónapok adatai alapján a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás továbbra is alacsony, és a globális konjunktúra lassulásával a nemzetközi nyersanyagárak is jelentősen mérséklődtek. A visszafogott alapfolyamatok mellett idén az év eleji áfa- és jövedékiadó-emelések tartják a cél fölött az inflációt, jövőre pedig a Széll Kálmán-terv keretében bejelentett új adóintézkedések emelik az árindexet. Az új intézkedések egy része közvetlenül a fogyasztói árakat érinti, amelyek várhatóan az infláció azonnali megugrásával, majd gyors korrekciójával járnak. Ugyanakkor az intézkedések a vállalatok termelési költségeit is tartósan növelik, így hosszabb távon is hatással lehetnek az árazási döntésekre és az inflációs környezetre. Az árszintemelő kormányzati intézkedések hatását ellensúlyozza a szűkülő belső kereslet és a tartósan laza munkaerőpiac, ezért az áfa- és jövedékiadó-emelések hatásának kifutása után az infláció a cél közelébe mérséklődik.

Kockázatfelár-mutatóink továbbra is magasak, a nemzetközi szervezetekkel való hitel-megállapodás elősegítheti a kockázati felárak mérséklődését

A hazai pénz- és tőkepiaci eszközök kockázati megítélése továbbra is kedvezőtlen. A márciusi inflációs jelentés óta a kockázatfelár-mutatóink nagyon változékonnyan alakultak. A befektetői hangulat egyre borúsabbá vált az eurozóna periferiájának szuverén és bankrendszeri problémáinak megítélésében, ami a hazai kockázati mutatókat is rontotta. Közelebb került ugyanakkor az EU-IMF-tárgyalások megindulása, ami javította a hazai pénzügyi eszközök megítélését. Az előrejelzési horizonton a kockázati megítélésünk fokozatos javulására számítunk. Ebben fontos szerepe lehet az Európai Bizottsággal és az IMF-fel kötendő megállapodásnak.

A következő két évben a fiskális politika érdemben szűkíti a keresletet, a gyenge konjunkturális környezet ellenére a hiány a 3 százalékos küszöbérték alatt marad

A tavalyi érdemi fiskális keresletélénkítést idén és jövőre is jelentős szigorítás követi. A március óta ismertté vált intézkedések miatt a költségvetési oldalról jelentős keresletszűkítő hatással számolunk. A szigorítás kisebb mértékben, de 2013-ban is folytatódik, elsősorban a Széll Kálmán-terv 2.0 bevételelnövelő intézkedései következtében. A gyenge növekedési környezet ellenére előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2012-ben és 2013-ban is a 3 százalékos küszöbérték alatt maradhat.

A gazdaság külső finanszírozási képessége tovább emelkedik

A továbbra is alacsony belföldi felhasználás magasan tartja a külső egyensúlyi többletet, amit jövőre az élénkülő exportteljesítmény is fokozhat. A gazdaság finanszírozási képességének emelkedése részben a költségvetési kiigazításhoz köthető. Ezzel párhuzamosan azonban a háztartások megtakarítása – a fogyasztás simítását célzó magatartás miatt – némileg mérséklődhet. A külső finanszírozási képességet a vállalatok növekvő nettó megtakarítói pozíciója is növeli, ami elsősorban a tovább csökkenő beruházási aktivi-

tásra vezethető vissza. A külső finanszírozási képesség emelkedésével összhangban a külső adósság tovább csökkenhet.

A Monetáris Tanács a kockázati megítélés alakulásával és a magyar gazdaság potenciális kibocsátásával kapcsolatban fogalmazott meg olyan alternatív forgatókönyveket, amelyek jelentős hatással lehetnek a monetáris politika jövőbeli mozgásterére

Az előrejelzés alappályáját és ezzel összefüggésben a monetáris politika jövőbeli mozgásterét jelentős bizonytalanság övezi. Az előrejelzés alappályájával konzisztens kamatpálya akkor teszi lehetővé a monetáris kondíciók érdemi lazítását, ha a kockázati megítélés tartósan javul, és az infláció az árszintnövelő sokkok lecsengésével mérséklődik. A kamatcsökkentés időzítése érdemben függ tehát a kockázati megítélés és az inflációs alapfolyamatok feltételezett alakulásától. Ezekkel a tényezőkkel kapcsolatban a Monetáris Tanács az alappályától lényegileg különböző forgatókönyveket is elképzelhetőnek tart.

Ha a kockázati megítélés tartós javulására az alappályában feltételezettnél hamarabb kerül sor, akkor korábban megkezdődhet a kamat csökkentése

A tanács a kockázati megítélés alakulásával kapcsolatban a jelenleginél kedvezőbb helyzet kialakulására is lát esélyt. Erre többek között akkor kerülhet sor, ha a kormányzat, az Európai Bizottság és az IMF közötti megállapodás a nyár végéig létrejön, és így az államadósság finanszírozási kockázatai már rövid távon tartósan mérséklődnek. Az alacsonyabb kockázati felár egyrészt segíti a gazdaság növekedését, másrészt a forint árfolyamának erősödésén keresztül az infláció csökkenéséhez vezet. Az országhoz tartozó kockázati felár gyors mérséklődése lehetővé teszi az irányadó kamat gyorsabb csökkentését.

Az eurozóna válságának esetleges mélyülése az irányadó kamat határozott emelését teheti szükségessé

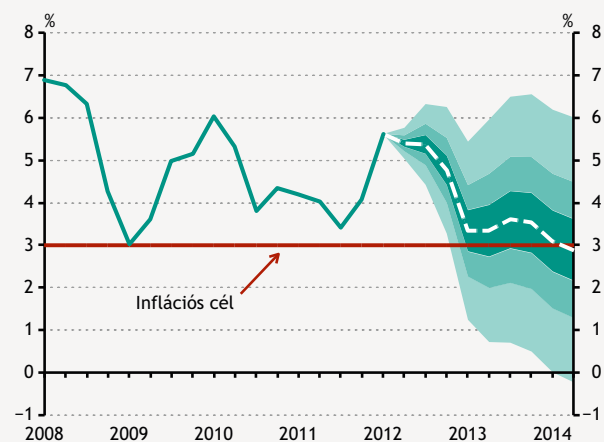
A lehetséges forgatókönyvek közül a Monetáris Tanács megítélése szerint az európai adósságválság további mélyülése is érdemi kockázatokat jelent. Ez a szcenárió részben külpiazi keresletünk romlásán, részben a globális kockázattávallási hajlandóság csökkenésén keresztül érinti a hazai gazdaságot. Ebben a helyzetben a monetáris politika a kamat erőteljes emelésével tudja stabilizálni a gazdaságot. A kockázati felárak emelkedésének határozott lekötése szükséges ahhoz, hogy elkerüljük az árfolyam gyors gyengülését, ami erősítené a gazdasági szereplők mérlegkiigazítási kényszerét és rontaná a bankszektor hitelezési képességét. Ráadásul a drasztikus leértékelődés veszélyeztetné az inflációs alapfolyamat csillapodását is.

Ha a gazdaság kínálati kapacitásai az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben épültek le, akkor az infláció tartósan magas lehet, ami késleltetheti a kamatcsökkentés beindítását

A tanács fontos kockázati tényezőnek tartja a potenciális kibocsátás mérésével kapcsolatos bizonytalanságot. A pénzügyi válság kitörése óta beérkezett adatok arra utalnak, hogy a kereslet tartós visszaesése érdemben csökkentette a gazdaság termelő kapacitásait. A gazdaság gyors szektorális átalakulása, a keményedő finanszírozási korlátok, az emelkedő csődráta mind az alacsonyabb potenciális kibocsátás irányába mutatnak. Ha a kínálati kapacitások az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben károsodtak, akkor a gyenge reálgazdasági teljesítmény dezinflációs hatása is kisebb. Ha az infláció kevésbé csökken, akkor a monetáris politika tartósan a jelenlegi szinten kénytelen az alapkamatot tartani ahhoz, hogy az inflációs cél közép-távon elérhető legyen.

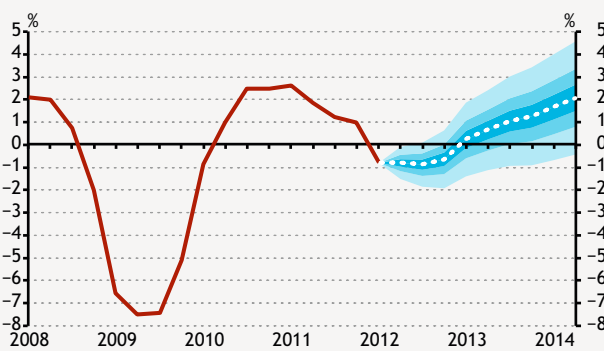
Az inflációs előrejelzésünk legyezőábrája

(2008. I. n.év–2014. II. n.év)



A GDP előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján,
(2008. I. n.év–2014. II. n.év)



Alap-előrejelzésünk összefoglaló táblázata

(előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)

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

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. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.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 fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számított adatot mutatja.⁸ MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonsváltozások hatásával.

* Munkanaphatástól szűrt adat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Az idei év első felében erősödtek az európai adósságválsággal, illetve a költségvetési kiigazító intézkedések növekedésre gyakorolt hatásával kapcsolatos aggodalmak, ami rontotta a globális kockázati megítélést, és jelentősen növelte a pénzügyi volatilitást. Az utóbbi hónapokban a nemzetközi konjunktúrakilátások érdemben romlottak, ami a hazai gazdaság exportkilátásait is érzékenyen érintette.

Magyarországon folytatódott a magánszektor mérlegalkalmazkodása, ami a válság előtti években felhalmozott adósságok leépítését célozza. A bankszektor szigorú hitelfeltételek, illetve folytatódó külföldi forráskivonás jellemzi, amelyek hatására a finanszírozási költségek továbbra is magasak. A szintén magas adóssággal küzdő kormányzat költségvetési hiány lefaragását célzó intézkedései szűkítik a keresletet. A makrogazdasági környezetet övező bizonytalanságok továbbra is a magánszektor szereplőinek óvatos viselkedését vetítik előre. A háztartások fogyasztását a csökkenő reáljövedelmek és a munkapiaci kilátások romlása is mérsékli, míg a vállalatok beruházásai további visszafogásával reagálnak a gyengülő gazdasági és jövedelmezőségi helyzetüket rontó szabályozási környezetre. Összességében a külső és a belső keresleti feltételek is a kibocsátás rövid távú csökkenése irányába hatnak. Az évek óta alacsony beruházási ráta, a termelőkapacitások leépülése azonban hosszú távú növekedési kilátásainkat is gyengíti. A kibocsátás teljes előrejelzési horizontunkon elmarad potenciális szintjétől. Az újbóli növekedés az idei év második felében a hazai export élénkülésével indulhat meg, de a várható növekedés nagyságát a külső és a belső feltételek oldaláról egyaránt jelentős kockázatok övezik. A belső keresletben ugyanakkor még 2013-ban is csökkenésre számítnak.

Az elmúlt negyedévekben a globális költségsokkok, az indirektadó-emelés és a gyengülő árfolyam az infláció emelkedése irányába hatottak. A gyenge külső és belső keresleti feltételek azonban jelentősen tompították ezen hatásokat. A költségsokkok kifutásával a visszaeső kereslet árleszorító hatása már az utóbbi hónapok inflációs folyamataiban is megfigyelhető volt. A tartósan gyenge kereslet deflációs hatása teljes előrejelzési horizontunkon érvényesül, amit költségoldalról a világpiaci nyersanyagárak korrekciója is támogat. Mindez az inflációs alapfolyamatok mérséklődése irányába hat. Az újabb költségvetési kiigazító intézkedések azonban 2012 második felétől egyrészt közvetlenül a fogyasztói árakat, másrészt közvetetten a vállalatok termelési költségeit emelik. Előrejelzésünk szerint a törekeny keresleti feltételek mellett a vállalatok megemelkedett költségeiket csak részben tudják továbbhárítani a fogyasztói árakba, így a romló jövedelmezőség miatt a beruházási és létszámbővítési döntéseik felülvizsgálatára kényszerülhetnek. Azt feltételezzük, hogy az adóintézkedések inflációs hatása csak fokozatosan épül be az árakba, így az infláció 2013-ban is 3 százalék fölött alakulhat. A gyenge keresleti környezetben másodkörös hatásokra nem számítnak, így a 3 százalékos inflációs cél 2014 elején elérhetővé válik.

Az első negyedév gazdasági visszaesése és romló konjunktúrakilátások hatására a versenyszféra munkakereslete gyengült, aminek hatása a foglalkoztatottak számának csökkenésében is jelentkezett. A strukturális reformok hatására bővülő munkakínálat mellett az alacsony munkakereslet a munkanélküliségi ráta emelkedéséhez vezet, amit a bővülő közmunkaprogramok tompítanak. Az év eleji minimálbér-emelés hatására a versenyszféra béreindexe gyorsult, a tartósan laza munkapiaci feltételek és a romló konjunktúra hatására azonban bérek alapfolyamatai az elmúlt hónapokban már mérséklődést mutattak. Bár a kormányzat a minimálbér-emelés bérköltséget növelő hatását rövid távon kompenzálja, az alacsonyan képzettek elhelyezkedési esélyét a megemelt költségszint hosszabb távon ronthatja.

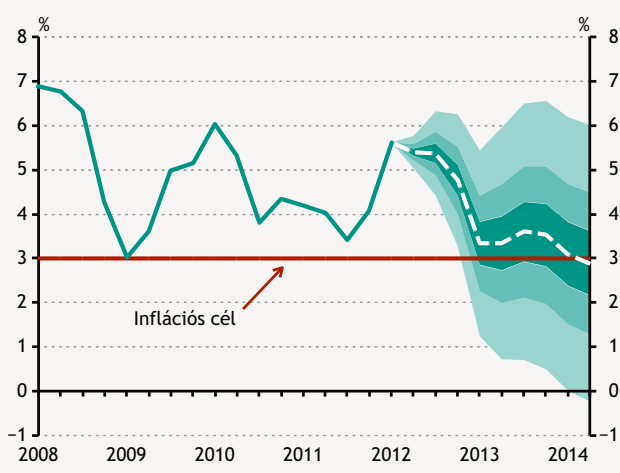
Az előrejelzésünkkel konzisztens kamatpályát ellentétes hatások alakítják. Rövid távon a kedvezőtlen kockázati megítélés és az adminisztratív intézkedések miatt tartósan cél feletti infláció ellensúlyozza a kedvezőtlenebb konjunktúra alacsonyabb alapkamat irányába mutató hatását. A kockázati megítélés tartós javulásával és az adminisztratív költségsokkok lecsengésével az alapkamat fokozatosan mérséklődhet.

(Előrejelzéseink időhorizontja 8 negyedév. Az aktuális jelentésben az előrejelzési periódus 2012 második negyedétől 2014 második negyedévig tart.)

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt negyedévekben a gyenge külső és belső keresleti feltételek az infláció mérséklődése irányába hatottak, a globális költségsokkok viszont növelték az áremelkedés ütemét. Előrejelzési horizontunkon a nemzetközi nyersanyagárak csökkenése mérsékli a költség oldali árnyomást, miközben a tartósan gyenge kereslet a következő években is visszafogja az inflációt. A Széll Kálmán-terv 2.0 keretében bejelentett kormányzati intézkedések közvetlenül a fogyasztói árakon és közvetetten a termelési költségek növekedésén keresztül is emelik az árindexet. Az idei év hátralévő részében 5 százalékos feletti árindexre számítunk, és az infláció várhatóan 2013-ban is 3 százalékos felett marad. Az inflációs cél 2014 elején érhető el.

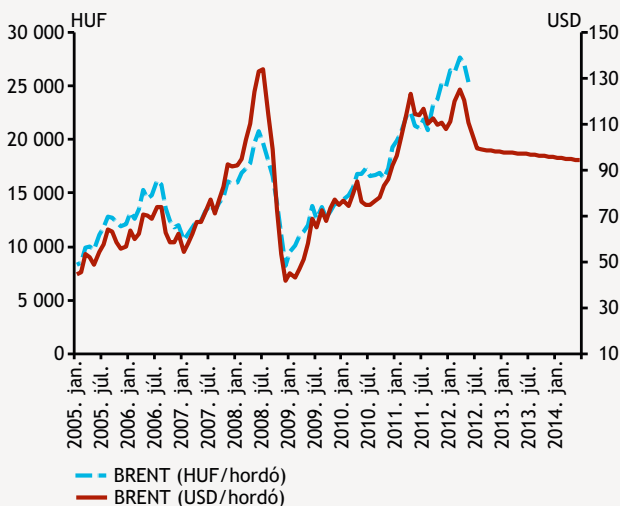
1-1. ábra
Inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra
(2008. I. n.év–2014. II. n.év)



Az elmúlt hónapokban a világgazdaság lassulása és a konjunktúrakilátások romlása a költségsokkok vártnál gyorsabb lecsengését eredményezte. Várakozásunk szerint a nyersanyagárak a gyenge globális kereslet hatására az előrejelzési horizonton tovább mérséklődnek. A feldolgozott élelmiszerek inflációja a következő hónapokban mérsékelt marad, a várhatóan gyenge hazai mezőgazdasági termés azonban az év végén az élelmiszerárak emelkedését okozhatja. A csökkenő nemzetközi olajárakkal párhuzamosan a hazai üzemanyagárak is mérséklődhetnek (1-2. ábra).

A kibocsátási rés a gyenge nemzetközi konjunktúra és a keresletszűkítő kormányzati intézkedések következtében az idei évben tovább nyílnak, és a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. A tartósan gyenge keresleti feltételek mellett a gazdaság kapacitáskihasználtsága alacsony marad, ami erős árleszorító hatással párosul.

1-2. ábra
Olajár-feltevésünk változása



A gyenge konjunktúra következtében a vállalatok munkakezselete alacsony maradhat, így a munkanélküliség tartósan magasban ragad. A laza munkapiaci környezet továbbra is visszafogott bérnövekedést eredményez. A személyi jövedelemadó rendszerében bekövetkező változások és a magas infláció miatt a nettó reálbérek idén csökkennek, ami keresleti oldalról alacsony inflációs nyomást indokol. 2013-ban a bérkompenzáció részleges megszűnésével a bérköltségek emelkednek, azonban a laza munkapiaci környezetben a bruttó bérek visszafogott emelkedése miatt nem számítunk jelentős költségoldali árnyomásra.

Hosszabb távon a visszafogott külső és belső kereslet az infláció mérséklődése irányába hat. Ezt azonban az idei év második felétől ellensúlyozza a Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedéscsomagja. Az adóintézkedések egy része közvetlenül a fogyasztói árakat érinti (pl. gyógyszerár-támogatás csökkentése), illetve a lakosság számára nyújtott szolgáltatásokat terheli (pl. telefonadó, egységes biztosítási adó, pénz-

1-1. táblázat

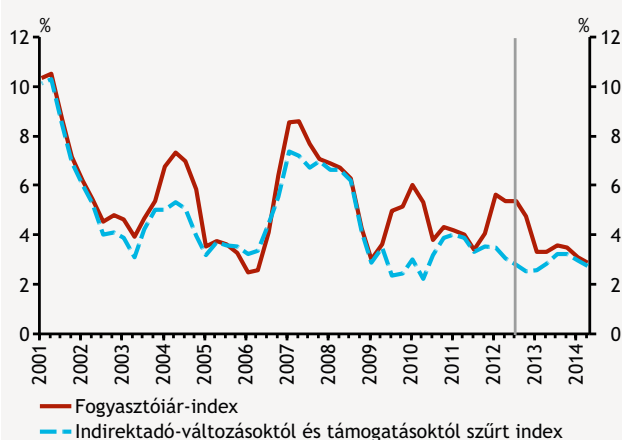
Inflációs előrejelzésünk részletei

		2011	2012	2013
Maginfláció		2,7	4,9	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	2,9	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	10,3	1,4
	Szabályozott árú termékek	4,0	5,2	5,7
	Összesen	6,4	6,0	4,2
Fogyasztóiár-index		3,9	5,3	3,5

1-3. ábra

A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk

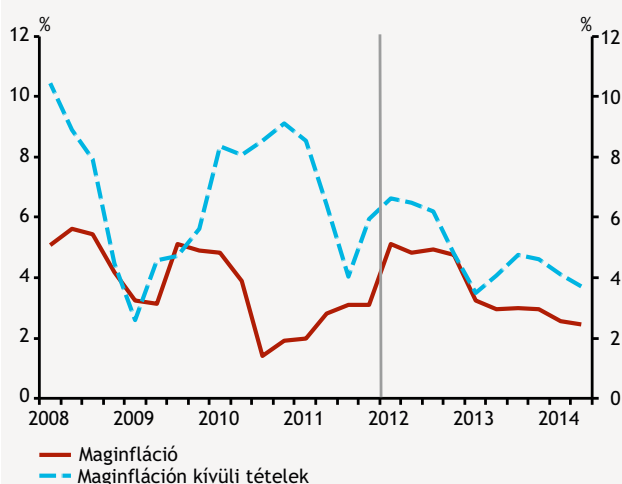
(2001. I. n.év–2014. II. n.év)



1-4. ábra

Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására

(2008. I. n.év–2014. II. n.év)



ügyi tranzakciós adó). Ezen tételeknek az árak szintjére van egyszeri hatása és így az inflációt csak átmenetileg növelik. Az adók és díjak jelentős része azonban a vállalatok termelési költségét emeli, amit a vállalatok továbbháríthatnak a fogyasztói árakba. Feltevésünk szerint ez a folyamat lassú, fokozatos, és nem teljes lehet, mivel a vállalatok a költség-növekedésre az áremelésen kívül beruházásaik visszafogásával, létszámkeresetük csökkentésével és jövedelmezőségük romlásával is reagálhatnak.

Bár a vállalati költségek növekedése önmagában emeli a maginflációt, a tartósan gyenge keresleti környezet árleszorító hatása a teljes előrejelzési horizonton érvényesül, így az adószűrt maginfláció jelenlegi alacsony szintjén marad (1-3., 1-4. ábra). Az adminisztratív intézkedések azonban számos adószűrt maginfláción kívüli tételt érintenek. A fogyasztóiár-index ennek hatására 2013 első felében emelkedik és az év egészében 3 százalék fölött alakulhat. A tartósan laza munkapiaci feltételek és a gyenge lakossági fogyasztás miatt az adóemelések esetében másodkörös inflációs hatásokra nem számítunk, így az inflációs cél elérése 2014 elejére tolódhat (1-3. ábra).

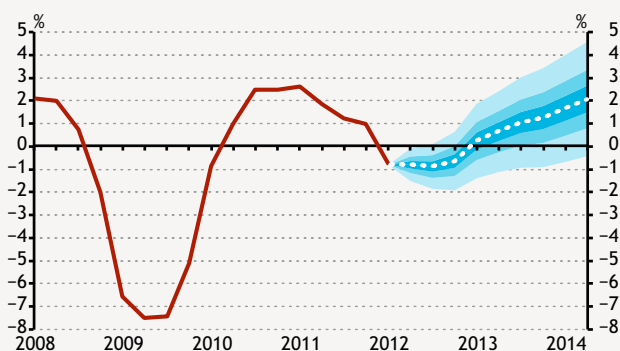
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint a hazai gazdaság kibocsátása az idei évben csökken. A kedvezőtlen világgazdasági konjunktúra és az elhúzódó európai adósságproblémák külpiaicaink keresletének, ezáltal az export dinamikájának mérséklődését okozzák. A továbbra is szigorú hitelezési feltételek hatására a beruházások visszafogottan alakulnak. A kormányzat költségvetési egyensúlyt javító intézkedési kedvezőtlenül érinthetik a befektetői környezet kiszámíthatóságát, ami a tőkebefektetésektől elvárt megtérülés emelkedésén keresztül a beruházási hajlandóságot is tovább csökkenthetik. A lakosság romló jövedelmi helyzete, illetve korábbi évek felhalmozott adósságának leépítése továbbra is visszafogja a fogyasztást, miközben a kormányzat költségvetési hiányt csökkentő intézkedései is visszafogják a belföldi keresletet. A kibocsátási rés a következő negyedévekben tovább nyílnak, és a teljes előrejelzési horizonton negatív marad, így a reálgazdaság deflációs hatása tartósan érvényesül.

1-5. ábra

GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(2008. I. n.év–2014. IV. n.év)



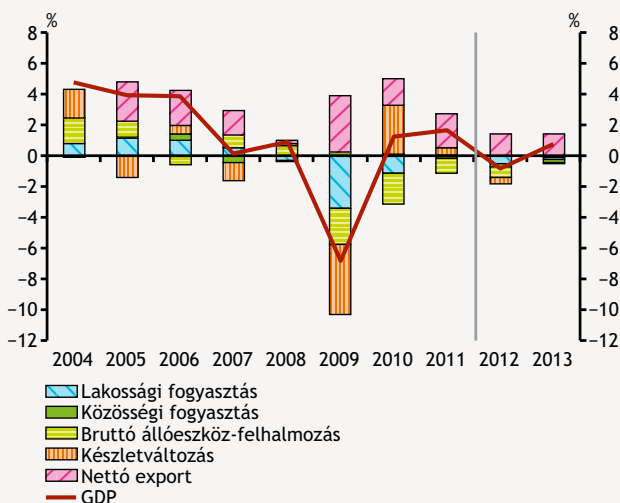
A folytatódó európai és hazai mérlegkiigazítás, a kedvezőtlen hitelkondíciók és az európai adósságválság elhúzódása tartósan kedvezőtlen a növekedési kilátások szempontjából. A gyenge gazdasági kilátásokat a költségvetési hiánycélok fenntartható elérését célzó kormányzati intézkedések is visszafogják. A visszafogott külső és romló belső kereslet mellett idén csökkenhet a GDP, és jövőre is csak visszafogott növekedésre számítunk (1-5., 1-6. ábra). A meglévő kapacitások alacsony kihasználtsága mellett a tartósan gyenge kereslet a kapacitások további bővítése ellen hat, aminek hatására potenciális növekedésünk is visszafogott maradhat.

Az európai kormányok költségvetésihiány-csökkentő intézkedései, az európai bankrendszer folytatódó mérlegkiigazítása, illetve az elhúzódó európai adósságválság következtében külső keresletünk lassulása az idei évben a korábban vártnál erőteljesebb lehet. A 2012 első félévéről rendelkezésre álló adatok külkereskedelmi partnereink gazdaságának lassulását mutatják. Bár Németország növekedni tudott, az euroövezet, illetve az Európai Unió egészének gazdasága stagnált. A rövid távú konjunktúraindikátorok is a külső kereslet visszaesése irányába mutatnak. A fejlett országok költségvetési kiigazító lépései a kedvezőtlen hitelezési környezetben erőteljes negatív keresleti hatással járnak. Ennek a hazai exportot visszafogó hatását mérsékli az év második felében, hogy a Mercedes gyár kivitele folyamatosan erősödhet, amit főleg az ázsiai piacok kereslete támogat. Az idei év végétől élenkülhet a nemzetközi konjunktúra, de a növekedés üteme érdemben elmarad a válság előtt tapasztalttól (1-7. ábra).

A hazai bankrendszer hitelezési kondíciói továbbra is kedvezőtlenek. Az ár- és nem árjellegű feltételek szigorúsága

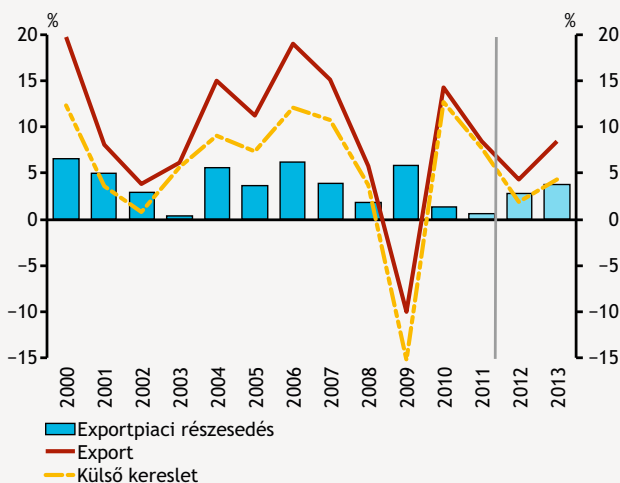
1-6. ábra

A GDP-növekedés szerkezete



1-7. ábra

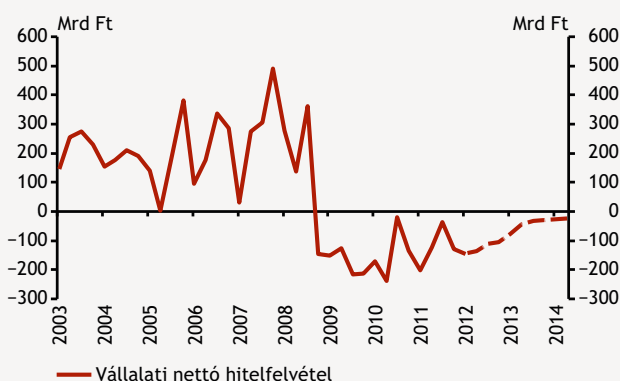
Az exportpiaci részesedés alakulása



1-8. ábra

Előrejelzésünk a vállalati hitelezés alakulására

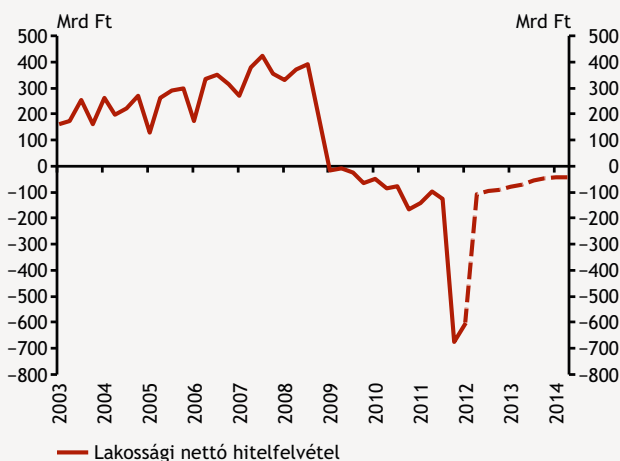
(2003. I. n.év-2014. II. n.év)



1-9. ábra

Előrejelzésünk a lakossági hitelezés alakulására

(2003. I. n.év-2014. II. n.év)



mellett folytatódott a külföldi források kiáramlása. Az anyabankok mérlegalkalmazkodása, a gyenge portfólióminőség és a banki tranzakciós adó jövedelmezőségromló hatása kedvezőtlen hatással lehet a hitelezési folyamatokra. Így mind a lakossági, mind a vállalati szegmensben is tartósan gyenge lehet a hitelezés, a nettó hitelállomány további csökkenését várjuk az előrejelzési horizontunkon (1-8., 1-9. ábra).

Az ideai magasabb infláció, a gyenge konjunktúra és historikusan alacsony munkakereslet hatására a lakosság reáljövedelmi helyzete rövid távon tovább romlik. Az előrejelzési horizonton a lakosság reáljövedelmét ellentétes hatások befolyásolják. A szuperbruttó adóalap kivételével az átlagbér felett keresők nettó jövedelmét emeli, az állami szférában (egészségügy, oktatás) dolgozók pedig kiegészítő béremelésre számíthatnak. A háztartások esetében hosszabb távon már érvényesül a végtörlesztés és az árfolyamgát pozitív hatása is. A reáljövedelmek csökkenése irányába hat azonban a Széll Kálmán-terv 2.0 több intézkedése. A közvetlenül a fogyasztói árakban megjelenő adók a magasabb infláción keresztül a reáljövedelmeket csökkentik. Az emelkedő vállalati költségek egy része szintén begyűrűzik az inflációba, és a mérséklődő munkaerő-kereslet is negatív hatással van a jövedelmekre.

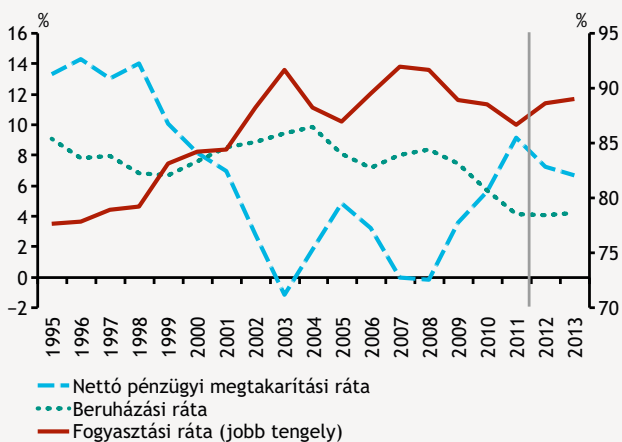
Várakozásunk szerint a háztartások fogyasztása az ideai évben összességében a reáljövedelmeknél kevésbé esik vissza. A tavalyi évben a lakossághoz – elsősorban az átlagbér felett keresők és a nagycsaládosok irányába – áramló jelentős (szja-csökkentésből és reálhozam-kifizetésből származó) jövedelemtöbbletek az érintettek esetében tartalékokat jelenthetnek a fogyasztás rövid távú simítására. Az ideai évben bevezetésre kerülő árfolyamgát az év végétől mérsékelheti a részt vevő háztartások törlesztőterheit. A jelentős kockázatokkal terhelt gazdasági környezet hatására a háztartások óvatossági megfontolásai ismét erősödhetnek, így a következő években a megtakarítási ráta bár alacsonyabb a 2011-ben egyszeri tételek miatt megugró értéktől – a válságot követő éveknél is magasabb szinten alakulhat (1-10. ábra).

A nemzetgazdasági beruházásokat előretekintve csak az EU-forrásokból finanszírozott állami beruházások élénkíthetők, a magánberuházások várhatóan tartósan visszafogottak maradhatnak. A már hosszú ideje bizonytalan kilátások, a válság kitörése óta tapasztalt mérlegalkalmazkodás, de különösen a hitelezési feltételek folyamatos szigorodása kedvezőtlenül hatott a magánszféra beruházásaira. A lakosság beruházásai a háztartások gyenge jövedelmi helyzetével és a szigorú hitelfeltételekkel összhangban a jelenlegi alacsony szinten stabilizálódhatnak. A tartósan kedvezőtlen hitelezési feltételek fennmaradása, a bizonytalan konjunktúra

1-10. ábra

Lakossági jövedelmek felhasználása*

(rendelkezésre álló jövedelem arányában)

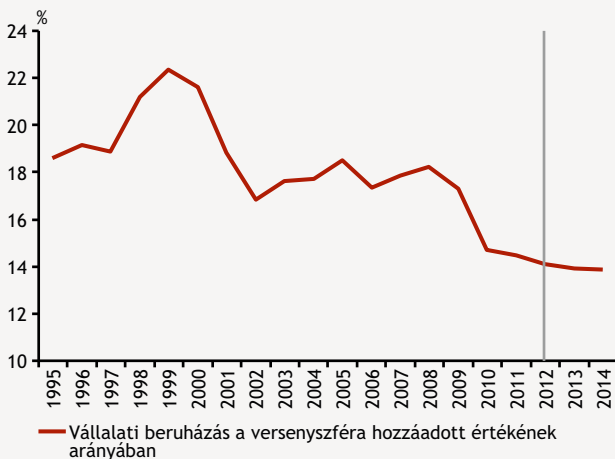


* A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

túrakilátások és szabályozói környezetet jellemző gyors és gyakori változások együttesen gátolják a beruházási aktivitás élénkülését. A jelenleg is alacsony vállalati beruházási ráta előrejelzési horizontunkon tovább csökkenhet (1-11. ábra). A tartósan alacsony vállalati beruházások az amortizáció éves szintjének közelében alakulnak, ami a vállalkozói tőkeállomány bővülésének leállítását vetíti előre. A javuló munkapiaci aktivitás ellenére, a potenciális növekedési ütemünk a következő években csak igen visszafogott lehet, és jelentősen elmarad a válság előtti dinamikától.

1-11. ábra

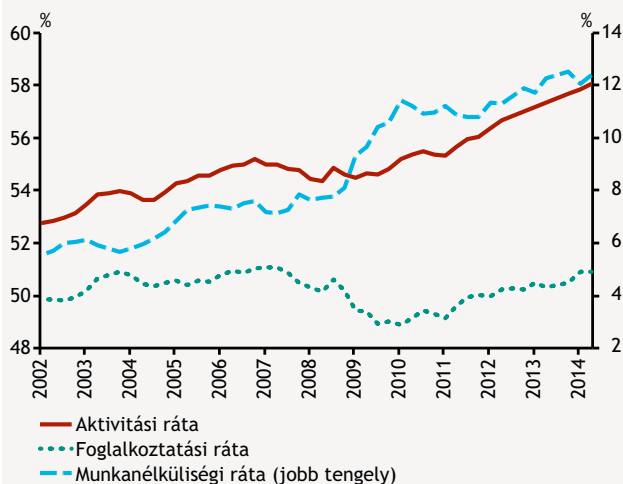
Vállalati beruházási ráta



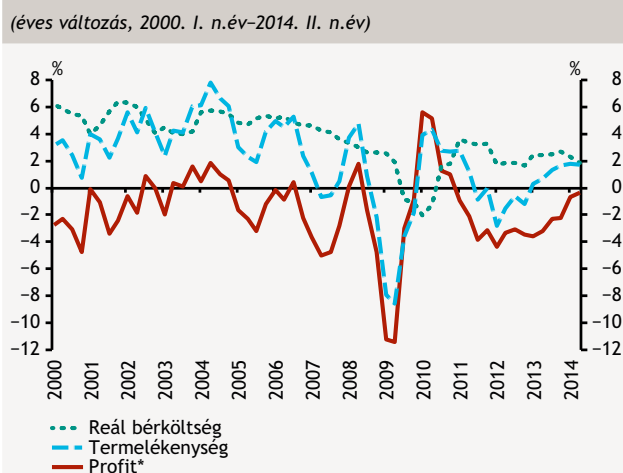
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A kormányzat aktivitást bővítő intézkedéseinek hatására a munkakinálat a következő években is tovább emelkedik. A gyengülő gazdasági környezet és a kormányzati intézkedések termelési költségeket növelő hatása azonban visszafogott munkakeresletet eredményez, így a versenyszféra foglalkoztatása idén mérséklődhet, és várhatóan 2013-ban is csak stagnál. A tartósan magas munkanélküliség és így laza munkapiaci környezet erős bérleszorító hatással bír, így a minimálbér-emelés hatásának kifutása után visszafogott lehet a bérezés.

1-12. ábra
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban
(2002. I. n.év-2014. II. n.év)



1-13. ábra
A termelékenység, reál munkaköltségek és a profithelyzet alakulása a versenyszférában
(éves változás, 2000. I. n.év-2014. II. n.év)



* A profitot a termelési adók figyelembevételével számítottuk.

A korábban meghozott kormányzati intézkedések és a Széll Kálmán-terv aktivitás bővítését célzó intézkedései a munkakinálat további növekedését eredményezik. A munkaerő iránti kereslet azonban a gyenge konjunkturális kilátások következtében huzamosabb ideig a jelenlegi alacsony szinten maradhat. Mivel a minimálbér- és elvárt béremelés okozta munkaköltség-növekedést rövid távon a kormányzat kompenzálja, a közvetlen elbocsátások kevésbé valószínűek. A gyenge konjunkturális környezetben azonban az adminisztratív bérintézkedések hosszabb távon negatívan hatnak a munkakereslet bővülésére, különösen az alacsonyabb termelékenységű munkavállalók esetében. Ezen túl a Széll Kálmán-terv vállalati költségeket növelő intézkedéseire a vállalatok létszámkeresletük visszafogásán keresztül is alkalmazkodnak. Mindennek hatására a versenyszférában foglalkoztatottak száma az idei évben csökken, és 2013-ban is csak stagnál. A versenyszféra gyenge munkaerő-kereslete mellett a bővülő munkakinálatot a bővülő közmunkaprogramok segítenek felszívni. Összességében a munkanélküliség tartósan magas maradhat, miközben a hosszú távú munkanélküliek száma várhatóan tovább növekszik. Ezzel összhangban a laza munkapiaci feltételek fennmaradására számítunk (1-12. ábra).

Az idei évben a kötelező minimálbéremelés tartja magasán a bérindexet. A béremelések az év elejére koncentrálnak, az év második felében a kedvezőtlen konjunktúra a rövid távú bérdinamikát is mérsékli. 2013-tól a laza munkapiaci feltételek és a gyenge növekedési környezet bérleszorító hatása érvényesül, így visszafogott bérdinamikára számítunk.

A visszafogott bérezés és a fokozatosan javuló termelékenység eredőjeként a versenyszféra jövedelmezősége az előrejelzési horizonton mérsékelten javulna. A kormányzati intézkedések hatására emelkedő termelési költségek azonban a jövedelmezőségi helyzet romlását okozzák 2013-ban. A profitszökkenés a gyenge belső kereslet által érzékenyeb-

ben érintett piaci szolgáltatások körében lehet erősebb, amit erősít, hogy a bevezetendő új adók (tranzakciós, telekommunikációs) elsősorban a szolgáltatóágazatokat érintik. A viszonylag kedvezőbb helyzetben lévő feldolgozóiparban erősebb lehet a termelékenységbővülés, így a jövedelmezőség csak mérsékelten esik vissza (1-13. ábra).

1-2. táblázat

Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest

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

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. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.

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 fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

⁸ MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonsvátások hatásával.

1-3. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2012	2013	2014
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2012. június)	5,3	3,5	-
Consensus Economics (2012. június) ¹	5,0 – 5,6 – 6,6	2,5 – 3,8 – 4,6	3,2
Európai Bizottság (2012. május)	5,5	3,9	-
IMF (2012. április)	5,2	3,5	3,0
OECD (2012. május)	5,7	3,6	-
Reuters-felmérés (2012. június) ¹	5,1 – 5,5 – 6,6	2,5 – 3,7 – 4,8	3,0 – 3,8 – 4,8
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2012. június)	-0,8	0,8	-
Consensus Economics (2012. június) ¹	(-1,5) – (-0,9) – (-0,4)	0,4 – 1,1 – 1,8	2,2
Európai Bizottság (2012. május)	-0,3	1,0	-
IMF (2012. április)	0,0	1,8	2,0
OECD (2012. május)	-1,5	1,1	-
Reuters-felmérés (2012. június) ¹	(-1,5) – (-0,8) – (-0,2)	0,4 – 1,0 – 1,5	-
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)			
MNB (2012. június)	2,8	4,0	-
Európai Bizottság (2012. május)	2,2	3,7	-
IMF (2012. április)	3,3	1,8	-1,1
OECD (2012. május)	2,7	3,8	-
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)			
MNB (2012. június) ⁴	-3,6 (-2,7)	-2,8 (-2,4)	-
Consensus Economics (2012. június) ¹	(-2,5) – (-2,9) – (-3,6)	(-2,2) – (-2,8) – (-3,5)	-
Európai Bizottság (2012. május)	-2,5	-2,9	-
IMF (2012. április)	-3,0	-3,4	-3,2
OECD (2012. május)	-3,0	-2,9	-
Reuters-felmérés (2012. június) ¹	(-2,5) – (-2,7) – (-3,6)	(-2,2) – (-2,7) – (-3,5)	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. június)	1,9	4,4	-
Európai Bizottság (2012. május) ²	2,1	4,8	-
IMF (2012. április) ²	2,2	4,1	-
OECD (2012. május) ²	2,5	5,0	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. június)	0,4	1,5	-
Consensus Economics (2012. június) ³	0,7	1,5	-
Európai Bizottság (2012. május) ²	0,8	1,9	-
IMF (2012. április) ²	0,9	1,9	-
OECD (2012. május) ²	1,1	1,9	-
Euroövezet GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
Consensus Economics (2012. június) ³	0,2	1,0	-
Európai Bizottság (2012. május)	0,2	1,3	-
IMF (2012. április)	0,9	1,9	-
OECD (2012. május)	0,4	1,3	-

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 zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2012. június); European Commission Economic Forecasts (2012. május); IMF World Economic Outlook Database (2012. április); Reuters-felmérés (2012. június); OECD Economic Outlook, No. 91 (2012. május).

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat három – a Monetáris Tanács megítélése alapján relevánsnak tartott – alternatív pálya bemutatásával illusztráljuk. A három pálya közül az elsőben az előrejelzettnél zártabb kibocsátási rés következményeit mutatjuk be, míg a másik kettőben a kockázati megítélésünket övező kétirányú kockázatokat jelenítjük meg. Az elmúlt időszakban erőteljesebben sérülő termelőkapacitások miatt a kibocsátási rés zártabb, így a gyenge kereslet inflációt viszszafogó hatása kisebb, ami a jelenlegi monetáris kondíciók hosszabb ideig való fenntartását teszi szükségessé. Hazánk kockázati megítélésének az alappályában feltételezettnél gyorsabb mérséklődése az irányadó kamat fokozatos csökkentésének megkezdését már az alappályánál hamarabb lehetővé teszi. Ezzel szemben az európai adósságválság fokozódása esetén kedvezőtlenebb kockázati felár az inflációs kilátások romlását eredményezi és az alapkamat emelését teszi szükségessé.

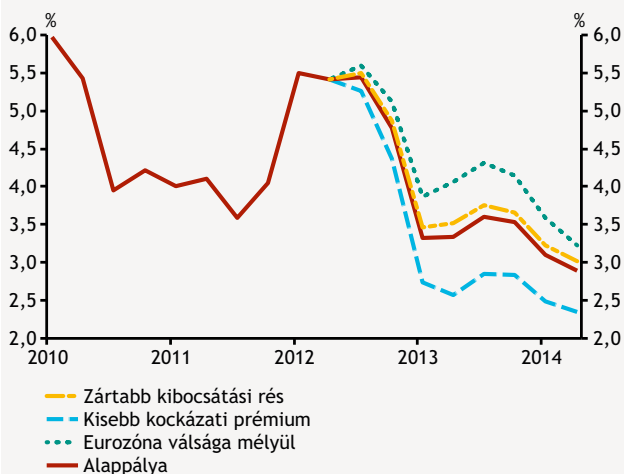
A magyar gazdaságot az elmúlt év közepétől a korábbi alacsony szintről fokozatosan emelkedő inflációs alapfolyamatok jellemezték. 2012 elején a korábban feltételezettnél érdemben gyengébb konjunktúra ellenére is a vártnál magasabb volt az áfaemelés áthárításának mértéke. Ez felveti annak a lehetőségét, hogy a kereslet inflációt leszorító hatása gyengébb lehet az alappályában feltételezettnél. Ez akkor következhetett be, ha az elhúzódó gyenge keresleti környezetben a kapacitások az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben épültek le. Ezt jelezheti a magánszektor gyenge beruházási aktivitása és a vállalati csődök magas száma. A bizonytalan külső és hazai gazdasági környezet és a hitelszűke előre tekintve is az alappályánál tartósan alacsonyabb beruházási aktivitást eredményezhet. A feltételezett alacsonyabb potenciális növekedés következtében zártabb a kibocsátási rés, aminek eredményeként kisebb a gyenge konjunktúra árakra gyakorolt fegyelmező ereje. Ennek ellensúlyozása a jelenlegi monetáris kondíciók hosszabb ideig való fenntartását teszi szükségessé.

Az államháztartás magas finanszírozási költsége, az állam és a magánszektor magas devizakitettsége és a pénzügyi közvetítőrendszerben meglévő kockázatok miatt a kockázati felárunk a pénzügyi válság kezdete óta tartósan magas. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy folytatódik a belföldi gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása. Az adósság szintek, illetve az ebből fakadó sérülékenység mérséklődése elhúzódó folyamat, bár az államadósság finanszírozását övező kockázatokat az Európai Bizottsággal és az IMF-fel kötendő megállapodás számottevően mérsékelheti. Alappályánkban a kockázati felárak csak fokozatosan mérséklődnek. A kockázati megítélés alakulását továbbra is

2-1. ábra

Alternatív scenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre

(2000. I. n.év–2014. II. n.év)



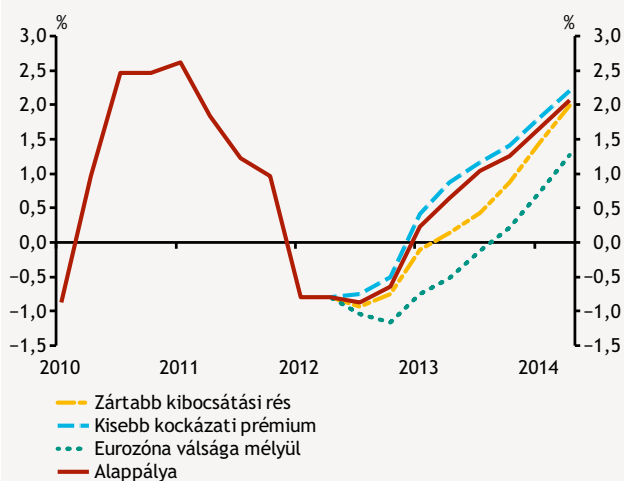
számos bizonytalanság övezi, mely az előrejelzési horizon-
ton az alappályában feltételezetttnél alacsonyabb és maga-
sabb kockázati felárakat is eredményezhet.

A kockázati megítélésünkkel kapcsolatos első pálya a koc-
kázati prémium alappályában feltételezetttnél gyorsabb
javulását tételezi fel. A forgatókönyv bekövetkezésének
valószínűségét növeli, ha a kormányzat és az Európai Bizott-
ság, valamint az IMF közötti megállapodás a nyár végéig
létrejön, és ennek következtében az államadósság finanszí-
rozási kockázatai már rövid távon mérséklődnek. Ugyancsak
az előrejelzetttnél érezhetően kedvezőbb lehet a hazai
pénzügyi piaci eszközök megítélése, ha a piaci szereplők a
fiskális fenntarthatóság értékelésében elsősorban a költség-
vetési deficitet helyezik előtérbe, és kevésbé érzékenyek a
konszolidációval együttjáró alacsony növekedésre. Az ala-
csonyabb kockázati felár egyrészt tompíthatja a gazdaság
visszaesését, másrészt – a forint árfolyamának erősödésén
keresztül – az inflációs nyomás csökkenését eredményezné.
Az országhoz tartozó kockázati felárak gyors csökkenése lehetővé teszi,
hogy az irányadó kamat fokozatos csökkentése az alappá-
lyánál hamarabb megkezdődjön.

2-2. ábra

Alternatív scenáriók hatása GDP-előrejelzésünkre

(2000. I. n.év–2014. II. n.év)



A jelenlegi volatilis pénzügyi környezetben azonban annak
a valószínűsége sem elhanyagolható, hogy a kockázati fel-
árak az alappályában feltételezetttnél kedvezőtlenebbül
alakulnak. A kockázati megítélés romlását okozhatja az
euroövezeten belüli feszültségek fokozódása, ami az euró-
pai növekedési kilátásokat is visszavetné. Az alappályánál
tartósan magasabb kockázati prémium a forint árfolyamá-
nak gyengülésén keresztül magasabb inflációt eredményez-
het, amit csak részben tudnak visszafogni a kedvezőtlenebb
növekedési kilátások. A romló inflációs kilátások és a növe-
kvő kockázati felárak az alapkamat emelését teszik szüksé-
gessé (2-1. és 2-2. ábra).

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra az év elején tovább lassult. Az egyes régiók teljesítményében jelentős különbségek mutatkoztak. A világgazdasági aktivitást továbbra is döntően a fejlett országokban megfigyelhető mérlegkiigazítás és az adósságválságra adott gazdaságpolitikai válaszok határozzák meg. Az Európán kívüli fejlett országok növekedése kismértékben gyorsult, ugyanakkor az euroövezet gazdasági növekedése az adósságválság mélyülésével párhuzamosan megállt. A globális konjunktúra szempontjából lényeges feltörekvő országok növekedése is visszafogottabban alakult. Külső piacaink lassulása az idei évi növekedési kilátásokat is érzékenyen érintheti, az euroövezet válságának mélyülése pedig számottevően ronthatja hazánk kockázati megítélését.

A gyengülő globális konjunktúra hatása az inflációs folyamatokban is érzékelhető. A fejlett gazdaságok inflációs rátáját az év eleji olajár-emelkedés magasan tartotta, de a második negyedévben a nyersanyagárak mérséklődésével párhuzamosan már enyhültek az ebből eredő inflációs kockázatok. A romló konjunktúrával és a mérséklődő inflációs kockázatokkal összhangban a fejlett országok jegybankjai várhatóan tartósan fenntarthatják a laza monetáris kondícióikat. A globális infláció, valamint a nyersanyagárak csökkenése rövid távon a hazai inflációt is mérsékelheti.

3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

A globális konjunktúrát továbbra is a fejlett országokban megfigyelhető mérlegkiigazítás és az adósságválságra adott fiskális válaszok alakítják. Az év elején több fejlett gazdaság aktivitása erősödött, ugyanakkor az európai adósságproblémák mélyülése globális szinten is jelentős növekedési kockázatokat hordoz (3-1. ábra).

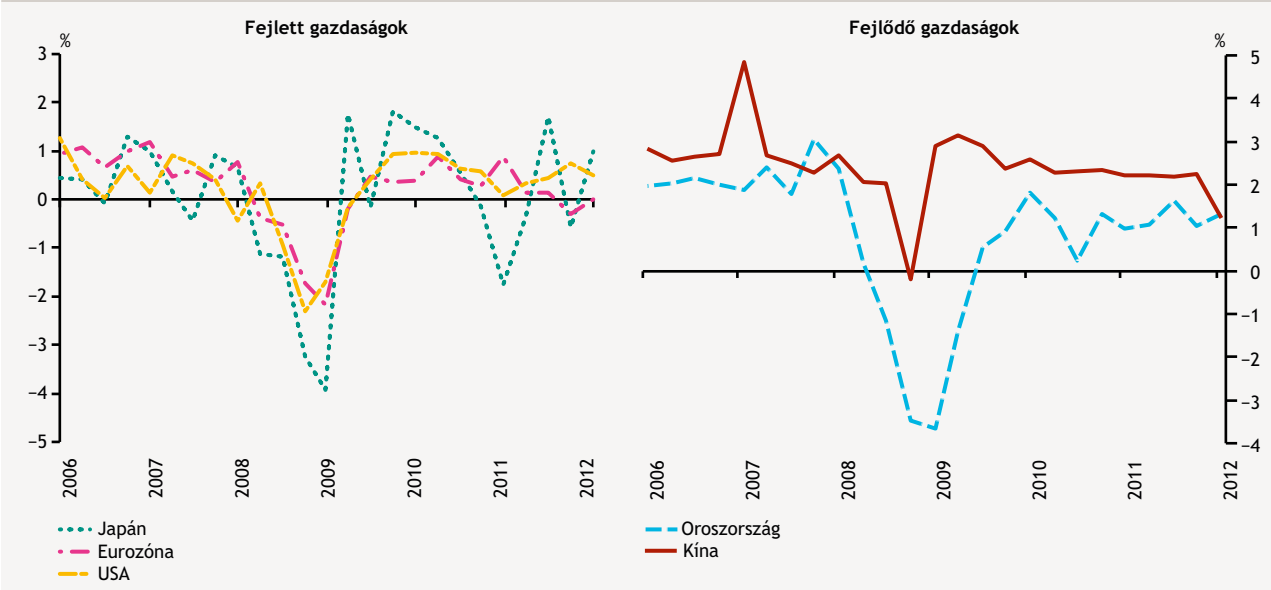
Az USA gazdasági aktivitása az első negyedévben enyhén javult. A GDP 2 százalékkal növekedett, amit az év eleji kedvező munkaerő- és lakáspiaci folyamatok, valamint az erősödő fogyasztói bizalom támogatott. Előre tekintve, a novemberi elnökválasztás után megkezdődhet az USA fiskális konszolidációja, ami 2013-ban visszafoghatja a növekedést.

Az euroövezetben az adósságfenntarthatósággal kapcsolatos aggodalmak, az ezekből eredő szigorúbb hitelkondíciók és a fiskális kiigazítások mérséklék a keresletet, ami a gazdasági aktivitás gyengüléséhez vezet. Az euróövezet gazdasági növekedése az első negyedévben megállt, és a hazai export szempontjából meghatározó ipari termelési indikátorok is visszaesést mutatnak. Legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése az euróövezet lassulása ellenére is fennmaradhat, azonban a növekedés szerke-

3-1. ábra

GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban

(szézonálisan igazított adatok negyedéves változása, 2006. I. n.év–2012. I. n.év)



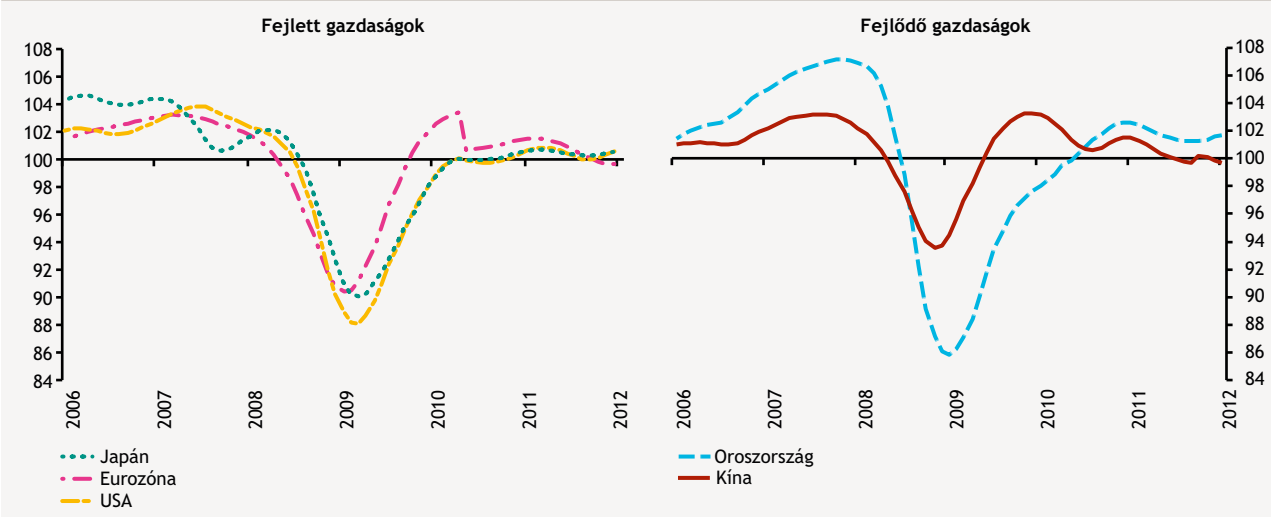
zetében a hangsúly az exportbővüléssel szemben inkább a fogyasztásra kerülhet. A német export-előrejelzések erőteljes lassulást jeleznek, és a német kivitel rövid távon várhatóan csökken (3-2. ábra).

Az eurozóna periferiális országai adósságválságának hatására és lehetséges továbbterjedése miatt a globális konjunktúrával kapcsolatos várakozások bizonytalanok, és erőteljesek a lefelé mutató kockázatok. A márciusi inflációs jelentés óta eltelt időszakban a globális kockázatvállalási kedv érdemben csökkent, ami elsősorban az eurozóna periferiális

3-2. ábra

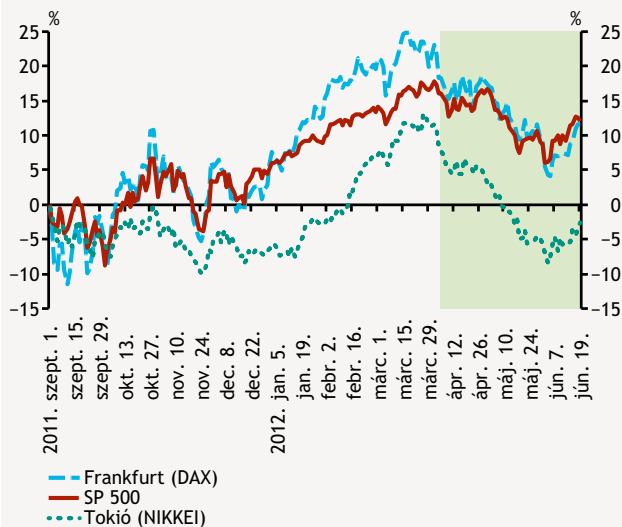
Konjunktúraindikátorok a jelentősebb gazdaságokban

(2006. jan.–2012. ápr.)



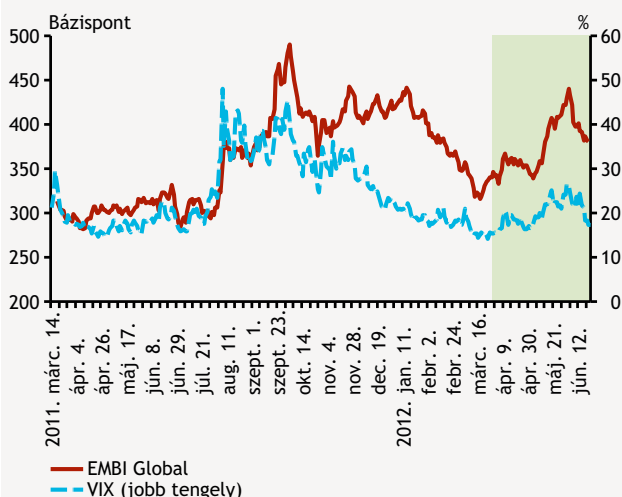
3-3. ábra

Főbb tőzszeindexek alakulása



3-4. ábra

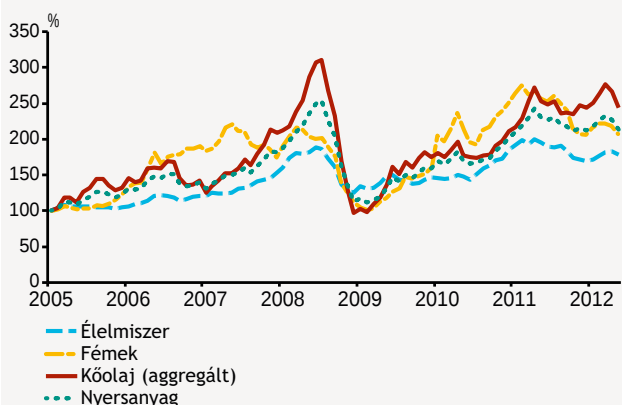
Kockázati indexek alakulása



3-5. ábra

Fontosabb nyersanyagárak alakulása

(USD, 2005. jan.–2012. máj.)



országainak adósságválságához köthető. A második negyedévben a kockázati indikátorok emelkedtek, a vezető fejlett piaci tőzsdék 5-15 százalékos esést, az euro 5 százalékkal gyengült a dollárral szemben (3-3., 3-4. ábra). A romló kockázati megítélés oka, hogy az eddig meghozott intézkedések nem voltak képesek megtörni az adósságválság mélyülését és a növekedés lassulása között kialakult negatív viszacsatolást. (Részletek az 1.1 keretes írásban.) Az EKB LTRO-műveleteinek hatása egyre kevésbé érződik a perifériaországok kötvényhozamaiban, a spanyol és olasz hosszú hozamok számottevő mértékben emelkedtek.

A feltörekvő gazdaságok növekedése az első negyedévben szintén lassult. A legnagyobb feltörekvő gazdaságok (Kína, India) növekedésének lassulását a gyengébb exportkereslet eredményezhette. A növekvő belső fogyasztás és a feldolgozóipari beruházások növekedése csökkenti a gazdasági aktivitás hirtelen lassulásának kockázatát, de a nagy feltörekvő országok összességében idén várhatóan kevésbé tudnak hozzájárulni a globális konjunktúrához.

Régióinkban az első negyedévben Lengyelország és Szlovákia növekedett, Csehország és Románia gazdasága visszaesett. A gyengébb exportteljesítmény nem volt képes ellensúlyozni a csökkenő belső keresletet, amelyet Csehországban és Romániában a fiskális konszolidáció is gyengített. Lengyelország a régió legkevésbé nyitott gazdasága, emiatt eddig ellenállóbbnak bizonyult a kedvezőtlen külső sokkokkal szemben. Az ipari termelési indikátorok az euroövezet visszaesését és ezzel a kelet-közép-európai régió gazdaságának lassulását vetítik előre.

Összességében bár a fejlett világban kismértékben javult a gazdasági aktivitás, de a hazai konjunktúra alakulása szempontjából legfontosabb régióban, az euroövezetben romlott a gazdaság teljesítménye és a kilátások tekintetében is Európában jelentkezik a legnagyobb lefelé mutató kockázat. A globális konjunktúra szempontjából lényeges feltörekvő országok növekedése idén várhatóan ugyancsak lassul.

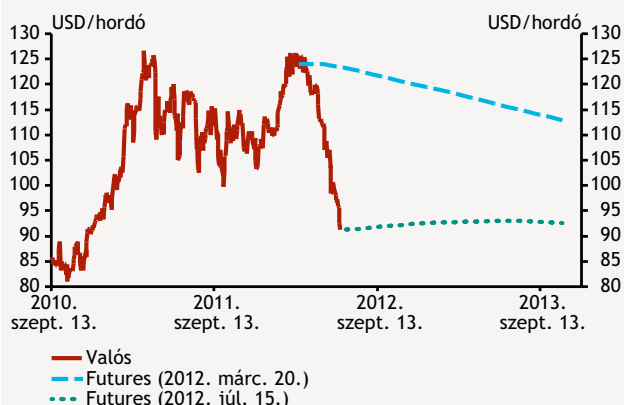
3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A növekedés globális lassulása miatt a korábbi inflációs kockázatok enyhültek. A gazdasági aktivitás várt csökkenése némi késéssel a nyersanyagárakban is éreztette hatását, így az árupiaci indexek enyhén mérséklődtek. A legjelentősebb árcsökkenés a konjunktúrára érzékeny olaj világpiaci árban mutatkozott. Mind a Brent, mind a WTI-olaj ára 12-15 százalékkal csökkent májusban az első négyhavi magas szintről (3-5., 3-6. ábra). Az árcsökkenés a geopolitikai feszültségek fennmaradása mellett zajlott. Az iráni

3-6. ábra

A Brent olajár várható alakulása

(USD/hordó)



olajembargó a terv szerint júliustól lép teljes mértékben életbe, ami kínálati nehézségeket eredményezhet. Az eurozónával kapcsolatos aggodalmak miatt az euro gyengült a dollárral szemben, ami az európai gazdaságokban tompíthatja a többnyire dollárban denominált nyersanyagárak csökkenésének dezinflációs hatását. Az élelmiszerek és a feldolgozott termékek ára enyhén növekedett, amihez egyes részpiacokon az EU állat-egészségügyi szabályainak szigorítása miatt fellépő átmeneti kínálatcsökkenés is hozzájárult.

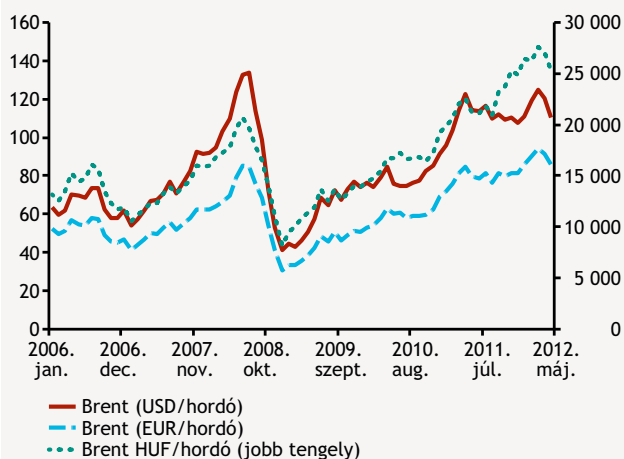
A fejlett országokban az infláció jellemzően továbbra is a cél közelében tartózkodik. Az év első részében az USA-ban és az euroövezetben kismértékben a cél fölött tartózkodott az infláció, amit nagyrészt a magas év eleji olajárak üzemanyagárakba való beépülése okozott. Előre tekintve ugyanakkor az infláció fokozatosan mérséklődhet. Bár az eurozónában az államadósság csökkentése érdekében hozott indirektadó-emelések lassítják a dezinflációt, a kereslet csökkenése középtávon visszafogott inflációs környezetet eredményezhet. A fejlett régiókban várható inflációs pálya jelenleg nem teszi szükségessé a monetáris kondíciók szigorítását.

A feltörekvő országokban jellemzően csökkent az infláció, ami egyes gazdaságokban monetáris lazításhoz vezetett. Az infláció a legnagyobb feltörekvő országokban (Kína, India) is mérséklődött, összhangban a gazdasági aktivitás csökkenésével. Oroszországban áprilisban történelmi mélységekbe, 3,6 százalékra csökkent az infláció (3-8. ábra).

A kelet-közép-európai régió országaiban a cél fölött tartózkodik az infláció. Lengyelországban az élénk konjunktúra és az év eleji magas olajárak miatt 4 százalék fölött ragadt az

3-7. ábra

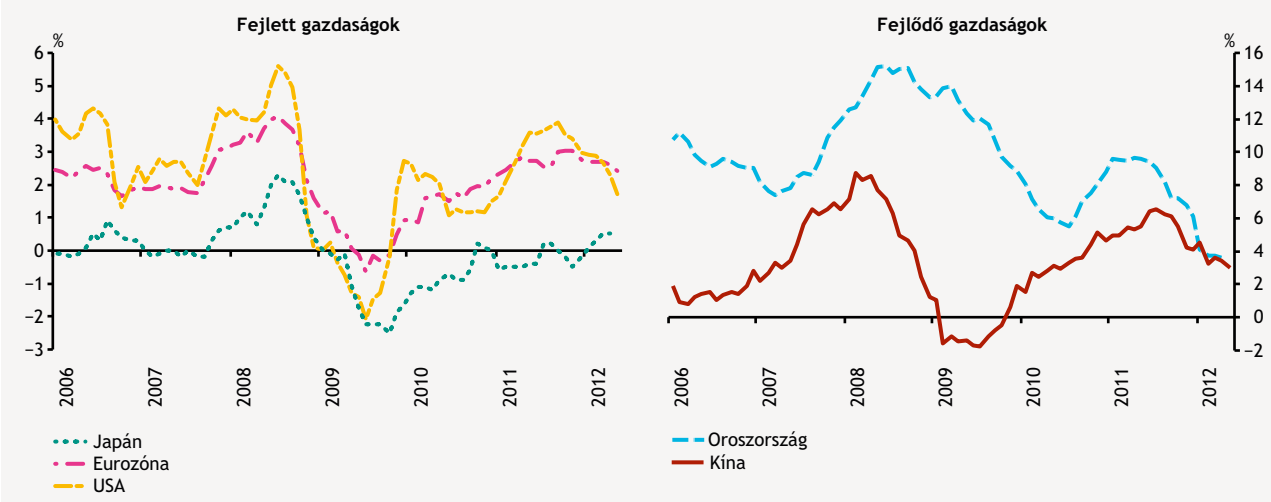
A Brent olajár alakulása különböző valutákban



3-8. ábra

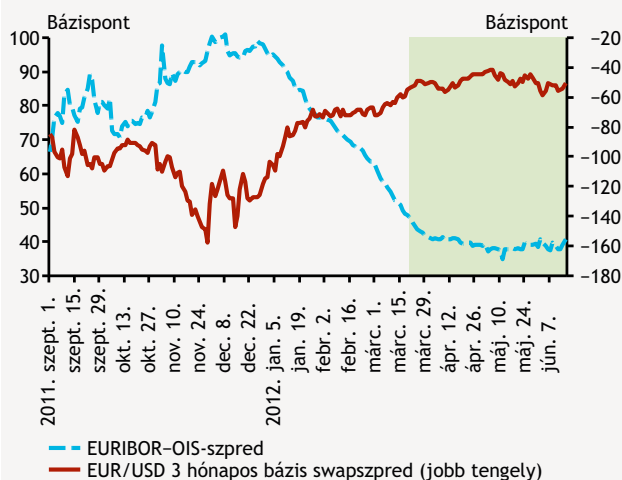
Infláció a jelentősebb gazdaságokban

(%, év/év, 2006. jan.–2012. máj.)



3-9. ábra

Bankközi és swappiaci szpredek alakulása



infláció, de májusra 3,6 százalékra csökkent. Csehországban az áfaemelés következtében 4 százalék közelébe emelkedett az infláció, de március óta 3 százalék közelébe süllyedt.

3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI FOLYAMATOK

A romló konjunkturális kilátások és az enyhülő inflációs nyomás következtében a világ vezető jegybankjai tartósan laza monetáris kondíciókat tarthatnak fenn. A Fed közleményeiben nem köteleződött el nyíltan az újabb mennyiségi lazítás mellett, de az amerikai konjunktúra törékenysége miatt nem is zárkóztak el tőle. Emellett megerősítették a korábban már bejelentett alacsony kamatpálya tartós fennmaradását. Az EKB a második hároméves hiteleszköze (LTRO) óta szintén kivárá monetáris politikát folytat. Közleményeiben egyelőre elzárkózott a további likviditásbővítéstől, de az európai bankrendszer romló helyzete újabb lépésre kényszerítheti. Jelentősen nőtt az európai adósságválság extrém kimeneteleinek valószínűsége a rendezetlen görög csőd lehetősége miatt. Ez Görögország euroövezetből való kikerülését és az eurozóna fertőzését vonhatja maga után, tovább növelve a perifériaországok kockázati felárát (3-9. ábra).

A feltörekvő térség jegybankjai több országban enyhítették a monetáris kondíciókat. A csökkenő infláció miatt a kínai jegybank a likviditási kondíciók javítása érdekében egyéb likviditásnyújtó lépések mellett 50 bázisponttal csökkentette a kötelező tartalékrátát, aminek köszönhetően javultak a hitelezési feltételek és a január-februári likviditásszűkösség után a piaci kamatok is csökkentek. Indiában a növekedési aktivitás megtorpanása és az enyhülő inflációs kockázatok miatt a jegybank a március végi kötelező tartalékrátát csökkentését követően áprilisban 50 bázisponttal csökkentette az alapkamatot.

Régióinkban a gazdaságok konjunkturális helyzetében és az európai adósságválság alakulására való érzékenységében meglévő különbségek eltérő monetáris politikai lépéseket indokoltak. A gazdasági aktivitással és az inflációs folyamatokkal összhangban a lengyel jegybank májusban 25 bázisponttal, 4,75 százalékra emelte az alapkamatot. A cseh jegybank egyelőre nem változtatott az alapkamaton, de a konjunktúra lassulása miatt nőtt a valószínűsége annak, hogy az idén tovább lazít a monetáris kondícióin.

A feltörekvő országok monetáris politikai lépéseit a továbbiakban is érdemben befolyásolhatja az eurozóna adósságválságának alakulása és a globális kockázatvállalási kedv változása.

3-1. keretes írás

Az európai válságkezelés

Az eurozóna adósságválsága az elmúlt hónapokban tovább mélyült. A 2011 közepétől fokozódó pénzügyi piaci feszültséget az eddigi európai gazdaságpolitikai intézkedések csak ideiglenesen tudták tompítani. A válság mélyülésével párhuzamosan Olaszország és Spanyolország adósságpályájához fűződő kockázatok is előtérbe kerültek, ami az eurozónát rendszerszintű kockázatnak teheti ki.

Az európai pénzügyi feszültségek kezelése során a bankrendszer, a fiskális pozíciók és a várt növekedés között egy negatív visszacsatolás alakult ki. Az európai bankrendszeren belül jelentős mérlegkiigazítás zajlik, amit fokoz az államháztartások mérlegkiigazítása. Amennyiben a fiskális kiigazító programok számottevően visszavetik az eurozóna növekedését, az a nem fizető hitelek arányának növekedéséhez és jelentős banki veszteségekhez vezet. Az eurozóna bankrendszerének mérlegében a perifériaországok államkötvényei jelentős súlyt képviselnek, így az adósságválság mélyülése tovább ronthatja a bankok tőkehelyzetét. A banki mérlegek romlása visszahat költségvetési folyamatokra. A mérlegalkalmazkodás visszavetheti a növekedést és rontja a költségvetés egyenlegét, illetve súlyosabb esetben egy esetleges bankkonsolidáció számottevő mértékben emelheti az államadósságot.

Az adósságválság megoldását nehezíti, hogy az európai bankrendszer nagymértékben integrált, valamint számos országban a bankrendszer olyan méretű, hogy egy bankválság kezelésére nemzeti szinten nem áll rendelkezésre megfelelő kapacitás. Egy esetleges bankválság európai szintű kezelésének feltételei pedig még nem megoldottak.

Az elhúzódó válság következtében több európai ország esetében érdemben emelkedtek az államadósság finanszírozásához kapcsolódó kockázatok. Az európai döntéshozók az emelkedő adósságpályákat fiskális kiigazítással igyekeztek kezelni. Ezek a lépések minden tagország esetében egyelőre nem tudták stabilizálni az adósságpályákat, mert a gazdasági növekedés a feltételezettnél gyengébben alakult, és így a kisebb bevételek miatt a tervezett hiánycélokat nem tudták elérni. A perifériaországokban kötvénypiaci felárak számottevően emelkedtek, ami az adósság fenntarthatóságát tovább rontotta és kötvénypiaci feszültségekhez vezetett. Ez utóbbit igyekezett tompítani az Európai Központi Bank (EKB) az Értékpapír-piaci Programon keresztül, amely során perifériaországok államkötvényeit vásárolta. Az EKB likviditásbővítő intézkedései rövid távon ugyancsak enyhítették a kötvénypiaci feszültségeket, de tartósan csak a növekedés megindulása után várható az államadósság-pályákhoz kapcsolódó kockázatok érdemi mérséklődése. Tekintve, hogy ez rövid távon nem várható, így rövid távon az adósságválság kezelésében fontos szerepet játszhatnak az adósságválság kezelésére létrehozott európai alapok (EFSF, ESM), melyek a gyengébb fundamentumokkal rendelkező gazdaságok számára is képesek folyamatos és relatíve olcsó finanszírozást biztosítani.

Az európai adósságválság megoldása szempontjából a Görögország helyzete mellett a fókusz a spanyol államadósság fenntarthatósága és a bankszektor helyzetére irányul. Bár idén a spanyol hatóságok számos pénzügyi rendszert érintő reformot is elfogadtak, a spanyol bankrendszer válsága tovább mélyült. A spanyol hitelbesorolás leminősítése, az idei és a jövő évi recessziós várakozások miatt a pénzügyi feszültségek fokozódtak és végül a bankrendszer feltökésítése érdekében Spanyolország 100 Mrd eurós külső segítséget kért. Közvetlenül a bejelentést követően enyhültek a piaci aggodalmak, majd újra felerősödtek a spanyol adósság fenntarthatóságával kapcsolatos félelmek. Az adósságválság tartós megoldása további európai szintű intézkedéseket igényel.

3.2. Aggregált kereslet

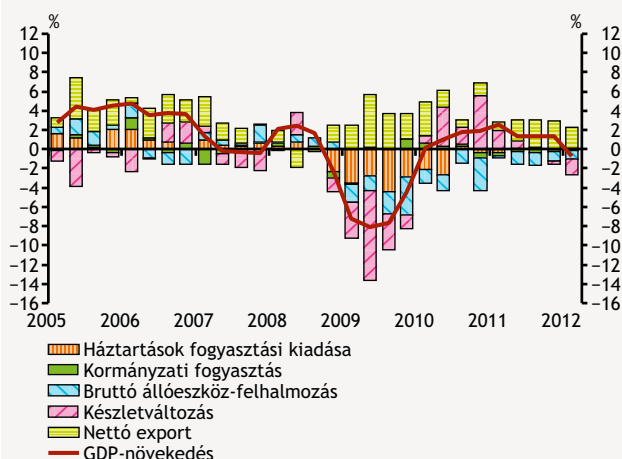
2012 elején a bruttó hazai termék érdemi csökkenést mutatott. A gyenge növekedés a keresleti feltételek általános romlása mellett következett be. Exportpiacaink kereslete lassult az elmúlt hónapokban, míg a tovább szigorodó hitelkondíciók, az elhúzódó mérlegkiigazítás és az adósságpálya csökkentését célzó kormányzati intézkedések egymás hatását erősítve mérsékeltek a belföldi felhasználást.

A visszafogott lakossági fogyasztás továbbra is erős árleszorító hatással bír. Ugyanakkor a beruházások 2008 óta tartó jelentős és trendszerű csökkenése a gazdaság termelőkapacitásainak hosszabb távú gyengülését okozhatja.

3-10. ábra

A hazai éves GDP-változás szerkezete

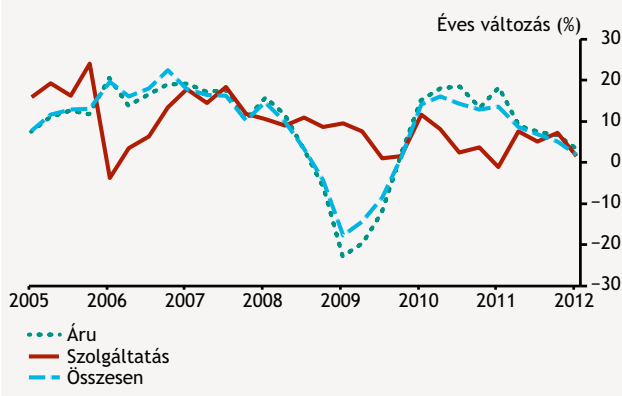
(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



3-11. ábra

Az áru- és szolgáltatásexport volumenének alakulása

(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



2012 első negyedében várakozásainknál érdemben gyengébben alakult a hazai gazdasági kibocsátás. Az előző év végéhez képest a GDP 1,2 százalékos – a válság mélypontja óta nem tapasztalt – visszaesést mutatott (3-10. ábra). A gyenge hazai növekedési adatot részben az általános makrogazdasági feltételek romlása, részben egyes ágazatok kibocsátását érintő egyedi tényezők okozhatták. A keresleti feltételeket általánosan meghatározó hatások közül külső piacaink romló konjunktúrája, az év elején tovább szigorodó hazai hitelfeltételek, az elhúzódó lakosság mérlegalkalmazkodás és a keresletszűkítő kormányzati intézkedések hatása lehetett meghatározó.

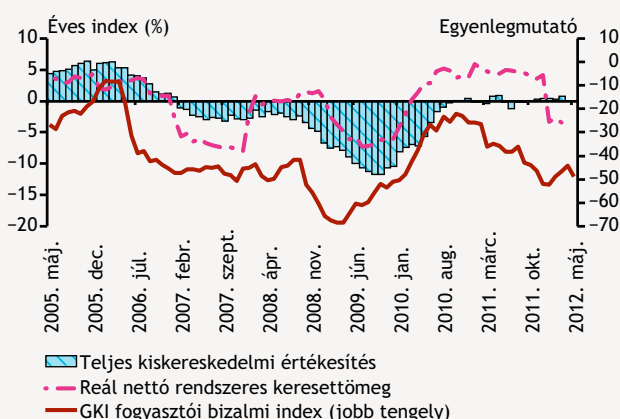
3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

A hazai áruexport – összhangban főbb felvevőpiacaink gyengülő keresletével – általánosan lassult az év első hónapjaiban. Pozitív elmozdulást az élelmiszer-ipari termékek kivitelében tapasztalhattunk, amihez a kedvező mezőgazdasági terméseredmények mellett a tartósan gyengébb forintárfolyam is hozzájárulhatott. A hazai szolgáltatásexportot a külső kereslet lassulása mellett a Malév csődje is mérsékelhette. Az import dinamikája továbbra is visszafogottan alakul, összhangban a gyenge belföldi kereslettel és a lassuló exportdinamikával. Összességében azonban a nettó export az év első hónapjaiban is jelentős növekedési hozzájárulást mutatott (3-11. ábra).

A gyengébb külső kereslet exportvolumenre gyakorolt negatív hatását az idei év közepétől tompíthatja a Mercedes gyár termelésének felfutása, így a nettó export továbbra is jelentős pozitív hozzájárulást mutathat a hazai növekedésben.

3-12. ábra

A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A háztartások fogyasztása 2012 elején is stagnált. Az átlagbér alatt az adminisztratív béremelések ellensúlyozhatták az adóterhelés növekedésének hatását, azonban az év elején gyorsuló infláció általánosan erodálta a reáljövedelmeket. A jelentős reáljövedelem-csökkenés mellett a fogyasztásban változatlan szinten maradt, ami arra utal, hogy a háztartások a jövedelmi hatásokat megtakarításaik csökkentésével tompíthatják. A lakossági hitelaktivitás változatlanul rendkívül gyenge. A szigorú hitelkondíciók mellett a likviditáskorlátozott háztartások aránya tovább emelkedhetett (3-12. ábra).

A háztartások hitelállománya döntően a végtörlesztéseknek köszönhetően nagymértékben csökkent. A szektor a végtörlesztésektől eltekintve is nettó hiteltörlesztő maradt, amit a válság előtti években megnövekedett adósságállomány fokozatos leépítése indokol. Új elemként a bankszektor bruttó hitelkihelyezésének csökkenése is hozzájárult (3-13. ábra).

A gyenge lakossági hitelezést keresleti és kínalmi tényezők egyaránt okozzák. Keresleti oldalon a romló és bizonytalan konjunkturális kilátások és a csökkenő reáljövedelmek hatása lehet meghatározó. Míg kínalmi oldalon a növekvő banki kockázatkerülés, a régiós összehasonlításban is erős banki forráskiáramlás az eddigi is szigorú ár- és nem árjellegű feltételek további szigorodását okozták.

A végtörlesztési programból kimaradó adósok esetében az elmúlt negyedévekben megfigyelhető, tartósan gyengébb forintárfolyamból adódó negatív hatásokat tompíthatja az idei évben induló árfolyamgát lehetősége. A program fokozatos belépés mellett, várhatóan döntően a harmadik negyedévtől növelheti az érintett háztartások fogyasztásra költhető forrásait.

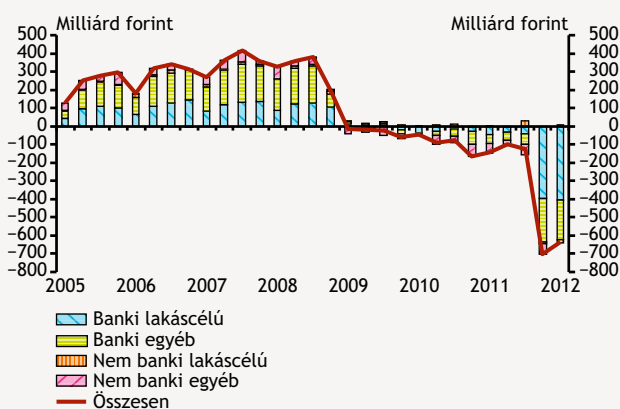
A lakossági bizalmi indikátor év eleji javulása átmenetinek bizonyult. Aktuális értéke továbbra is alacsony szinten alakul, ami óvatos lakosságviselkedésre utal (3-14. ábra).

A következő negyedévekben a szigorú hitelkondíciók és a költségvetési kiigazítások mellett a reáljövedelmek csökkenése határozhatja meg a fogyasztás alakulását. A fogyasztási ráta az idei évben némileg emelkedhet, mivel a tavalyi év szja-csökkentéséből és a reálhozam-kifizetésekből származó jelentős többletjövedelmeket az érintett háztartások az idei évi reáljövedelem-visszaesés hatásainak tompítására is felhasználhatják.

3-13. ábra

A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint

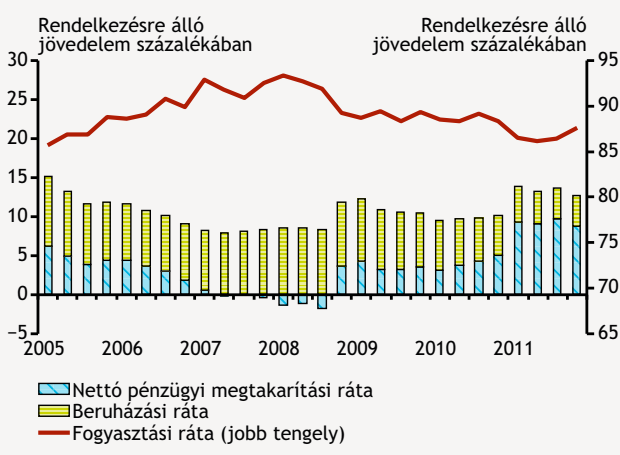
(2005. I. n.év-2012. I. n.év)



3-14. ábra

A háztartási jövedelmek felhasználása

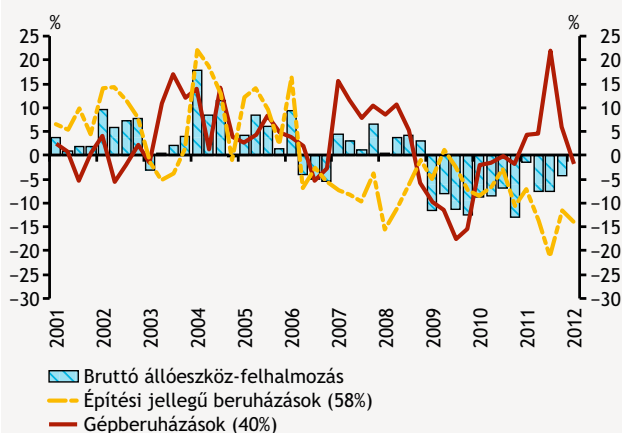
(2005. I. n.év-2012. I. n.év)



3-15. ábra

Nemzetgazdasági gépberuházások

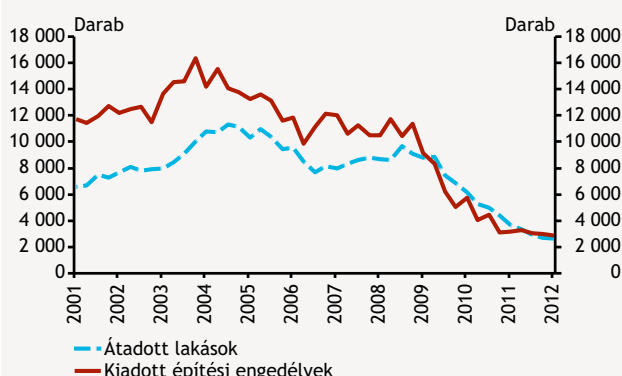
(év/év, 2001. I. n.év–2012. I. n.év)



3-16. ábra

Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente

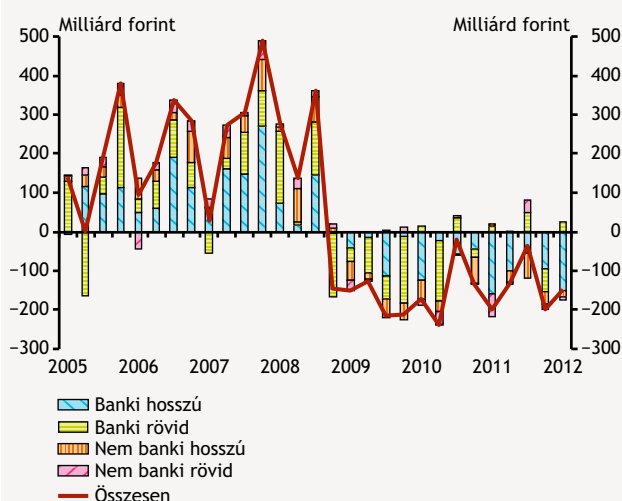
(2001. I. n.év–2012. I. n.év)



3-17. ábra

A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint

(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A privát szféra beruházásai a várakozásoknál is gyengébben alakultak az idei év elején. Ennek hátterében a tovább szigorodó hitelkörnyezet mellett a keresleti feltételeket és a működési környezetet jellemző bizonytalanságok állhatnak. Az építési jellegű beruházások csökkenéséhez a kedvezőtlen februári időjárás is hozzájárulhatott (3-15. ábra).

A vállalati beruházásokat az első negyedévben is a tavaly tapasztalt kettőség jellemezte. Az ágazatok többségében a beruházási alapfolyamatok gyengék, amelyet csak a feldolgozóiparban megvalósuló nagyberuházások hatása tompít. A Mercedes gyár beruházásai az idei év elején befejeződtek, de az aktuálisan is zajló Audi- és GM-beruházásoknak köszönhetően az ágazat beruházási aktivitása a tavalyi magas szint közelében maradt. Az autóiipartól eltekintve az ágazatok többségét legfeljebb az amortizáció pótlása jellemzi, így a tőkeállomány-bővülés továbbra is rendkívül visszafogott.

Az idei év első negyedévében is jelentősen mérséklődött a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitel-állománya. A csökkenés döntő része a hosszú lejáratú hitelekben jelentkezett, ami keresleti hatásokat is tükrözhet. A vállalati szektor beruházási aktivitása a vártnál is gyengébb. A nemzetközi konjunktúra lassulása miatt az ipari termelés is mérséklődött, ami a forgóeszköz-hitelek iránti keresletet mérsékli. Mindemellett a bankszektor hitelezési hajlandósága sem javult 2012 első negyedévében. A kínálati kondíciókban a szigorú hitelezési feltételek fennmaradása, illetve enyhe szigorodása volt jellemző (3-17. ábra).

A lakossági beruházások 2012 elején tovább csökkentek. Az elmúlt negyedévekben stagnáló építési engedély-adatok alapján az idei év során az átadott lakások száma elérheti mélypontját és alacsony szinten stabilizálódhat. A lakosságot továbbra is óvatos, kivárási beruházási viselkedés jellemzi (3-16. ábra).

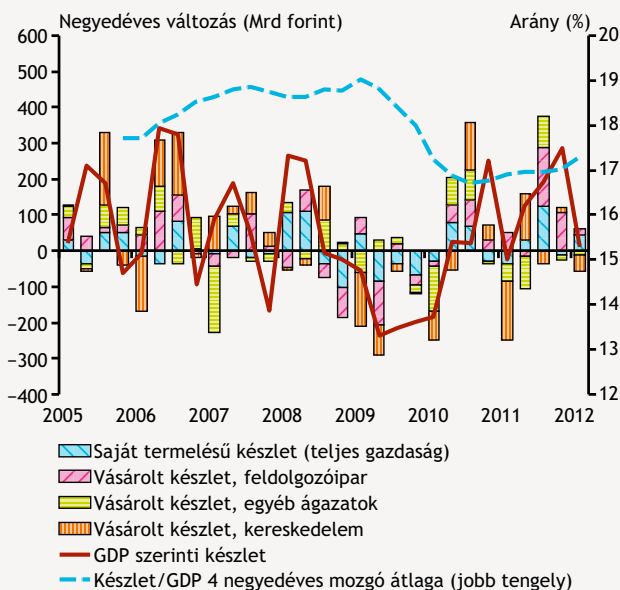
3.2.4. KÉSZLETEK

A bizonytalan növekedési kilátások és a szigorú vállalati hitel-kondíciók a válság óta jellemző feszes készletgazdálkodás fennmaradását indokolják a versenyszféra ágazataiban. Az első negyedévben a készletek alakulását ellentétes irányú egyedi hatások is alakíthatták. Míg a komáromi Nokia-gyár leállása a készletek csökkenésének irányába hatott, addig a Mercedes gyár második negyedévi beindulása a termeléshez szükséges alkatrész-készletek feltöltését indokolhatta (3-18. ábra).

3-18. ábra

A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában

(2004. I. n.év–2012. I. n.év)



3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

A kormányzat fogyasztási keresletét a korábban elindult és az idén addicionálisan meghozott fiskális kiigazító intézkedések határozzák meg. A kormányzat fogyasztási kiadásai alacsony szinten stagnáltak az idei év elején. A kormányzati beruházások jelentős csökkenést mutattak, amihez néhány nagyobb projekt elmúlt évi lezárásából adódó bázis-hatás is hozzájárult. A kormányzati beruházások finanszírozását továbbra is erős kettősség jellemzi: a költségvetési forrásokból megvalósuló beruházások súlya csökken, amit az EU-s források növekvő felhasználása ellensúlyoz.

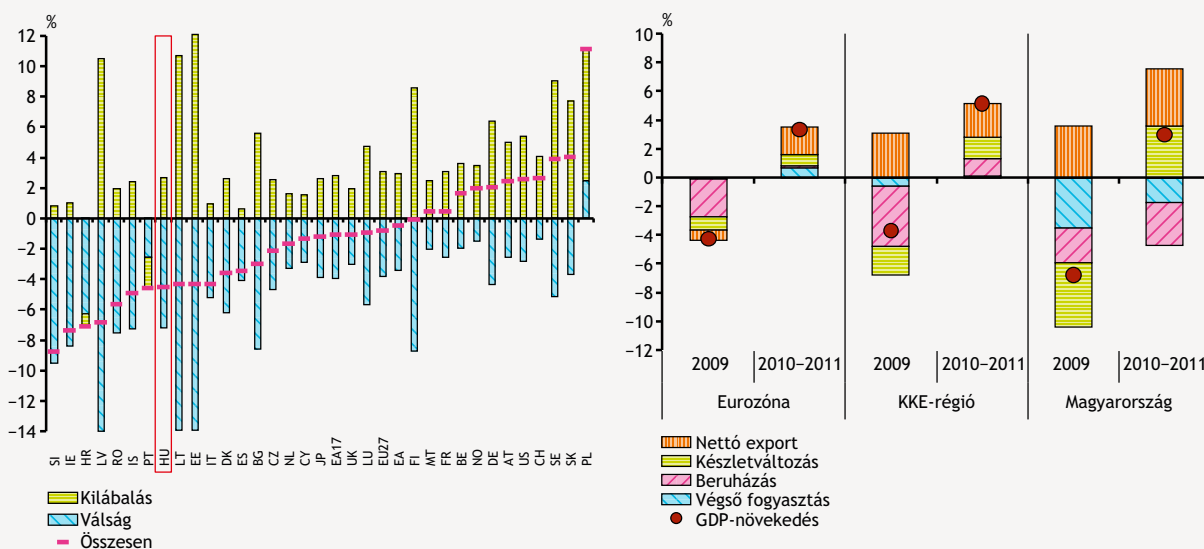
3-2. keretes írás

Recesszió és kilábalás – növekedési minták a válságot követően nemzetközi összehasonlításban

A válságot követően megfigyelt hazai növekedési folyamatokat nemzetközi összehasonlításban is érdemes áttekinteni. Vizsgálatunkkal növekedési történetünkben azonosíthatjuk a globálisan és régióban is megfigyelt közös faktorokat, illetve az ettől eltérő növekedési pályát okozó országspecifikus tényezőket.

3-19. ábra

A GDP-változás és annak szerkezete 2008 vége óta



A 2007–2009 között globális válság és azzal párhuzamosan zajló hazai költségvetési kiigazítás a nemzetközi és a régiós átlagnál is mélyebb visszaesést okozott a magyar gazdaságban. A jelentős visszaesést követően a kilábalási periódusunk az átlaghoz közeli. A GDP szintje az EU átlagában az idei év elején megközelítette a válság előtti szintet, azonban a hazai kibocsátás jelenleg is több mint 4 százalékkal elmarad ettől az értéktől.

A növekedési ütemekben megfigyelt különbségek mellett a GDP szerkezetében is jelentős különbségek mutatkoztak. A válság 2008 végi elmélyülését követően a GDP csökkenését általánosan az óvatos fogyasztási viselkedés, a beruházások elhalasztása és a vállalati készletek leépítése okozta. Az anyabanki források elapadása különösen érzékenyen érintette a kelet-közép-európai régiót, ahol a hitelaktivitás jelentős szűkülése is felerősítette a belföldi – elsősorban beruházási kereslet – csökkenését. A hazai fogyasztás nemzetközi összehasonlításban erős visszaeséséhez az általánosan erősödő óvatossági motívum és romló jövedelmi helyzet mellett, a válság előtti években kiépülő jelentős lakossági devizaadósság-állomány átértékelődése és a keresletszűkítő kormányzati intézkedések is hozzájárultak. A visszaeső import mellett a nettó export a gyenge külső környezet ellenére is jelentős pozitív hozzájárulást mutatott a régiós gazdaságokban.

A kilábalási periódust a legtöbb euroövezeti és régiós gazdaságban az export élénkülése és a készletek újbóli felépítése határozta meg. Emellett a régió gazdaságaiban az elmúlt években a beruházások is élénkülést mutattak. A hazai növekedési szerkezet ebben az időszakban a belföldi keresleti komponensekben mutatta a legnagyobb különbségeket. A bizonytalan gazdasági környezetben a beruházási aktivitást az óvatos lakossági és vállalati viselkedés és a folyamatos anyabanki forráskiáramlás mellett rendkívül szigorúvá váló banki hitelkondíciók korlátozták. A fogyasztási kereslet visszaesését elsősorban az állam fogyasztási célú kiadásainak csökkenése okozta, ami az adósságpálya fenntarthatóságát biztosító kormányzati intézkedésekhez köthető. Összességében az elmúlt évek régiós összevetésben gyengébb hazai növekedését nagy részben a beruházási aktivitás további csökkenése okozta. A beruházások a rövid távú növekedés mellett a gazdaság termelési potenciálja szempontjából is meghatározóak, így azok tartós elmaradása középtávon is növekedési kockázatokat jelezhet.

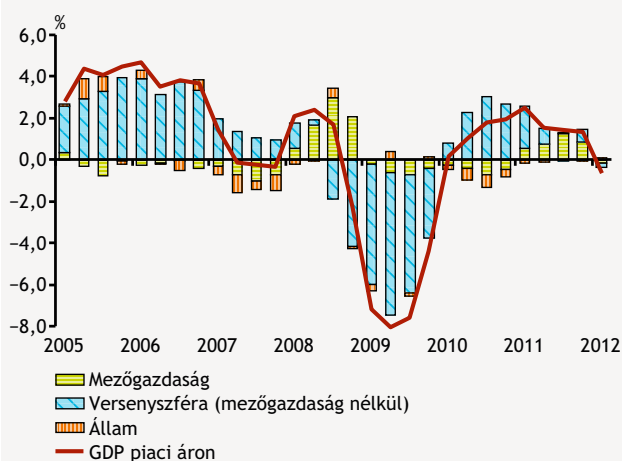
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2012 első negyedévében csökkent a gazdasági kibocsátás. A gyenge első negyedéves GDP-adatban az általánosan romló makrogazdasági feltételek mellett, néhány ágazat kibocsátását érintő egyedi hatások is megjelenhettek. A 2006 óta tartósan gyenge keresleti környezet hatására a termelési kapacitásokban is tartós veszteségek jelentkeztek, ami tompíthatja az általánosan gyenge belföldi kereslet árleszorító hatásait. A csökkenést mutató termelési adatok a gazdaság termelő-kapacitásainak a vártnál is lassabb bővülésére is felhívják a figyelmet. A potenciális növekedés lassulására utal a trendszerű csökkenést mutató beruházási ráta, illetve a tartós munkanélküliek magas aránya.

3-20. ábra

A hazai éves GDP-változás szerkezete

(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



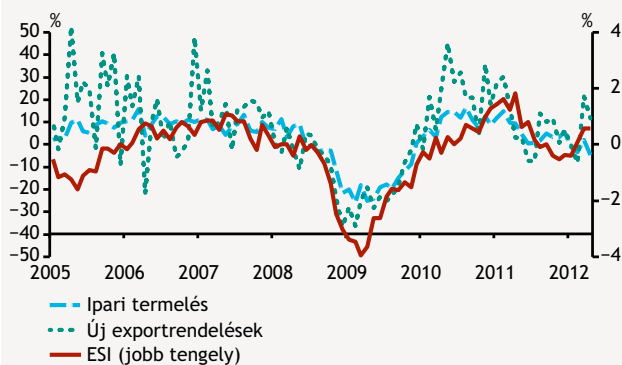
Az előző év végéhez képest 1,2 százalékkal, éves összevetésben 0,7 – a naptári hatást kiszűrve 1,4 – százalékkal csökkent a hazai gazdasági kibocsátás. A termelés lassulása az általános makrogazdasági környezet romlásával az ágazatok széles körében érzékelhető volt. Emellett néhány ágazat kibocsátását erős átmeneti hatások is érinthették. Ilyen lehetett a kedvezőtlen év eleji időjárás következtében a vártnál is nagyobb csökkenést mutató építőipari és mezőgazdasági termelés, valamint az egyes ágazatokat érintő nagyobb volumenű cégbezárások és kapacitásleépítés (Malév, Nokia) rövid távú hatása is (3-20. ábra).

A mezőgazdasági termelést az elmúlt évben az átlagosnál is kedvezőbb eredmények jellemezték. Bár a meghatározó növényi kultúrák termésbecslései jelentős bizonytalanságokat tükröznek, de az év eleji kedvezőtlen időjárás (hosszú aszály, fagykárak) következtében általánosan a tavalyi hozamtól elmaradó termésre utalnak. Összességében az ágazat teljesítménye érdemben elmaradhat a tavalyi évi kedvező bázistól.

3-21. ábra

Az ipari termelés, új rendelések és az ipari ESI bizalmi index alakulása*

(2005. jan.–2012. ápr.)

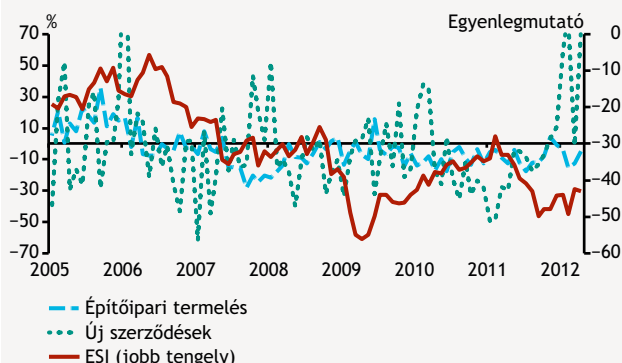


* Az ESI-idősort normalizáltuk.

Márciusi enyhe bővülés ellenére a romló külpiazi feltételekkel összhangban visszaesés jellemezte az ipari termelést az első negyedév egészében. Exportpiacaink általános feltételeiben rövid távon nem számíthatunk érdemi javulásra, amit az áprilisi csökkenést mutató termelési adatok is megerősítenek. Ugyanakkor az ipari új rendelések március óta jelentős növekedést mutatnak. A jelenség a Mercedes gyár termelésének március végi beindulásához köthető, ami a második negyedévtől már a termelési adatokban is látványos elmozdulást okozhat (3-21. ábra). A külső kereslettel szoros kapcsolatot mutató szállítási ágazat teljesítménye is folytatódó lassulást mutatott az év első hónapjaiban. A szektor kibocsátását a Malév év eleji leállása is negatívan érintette.

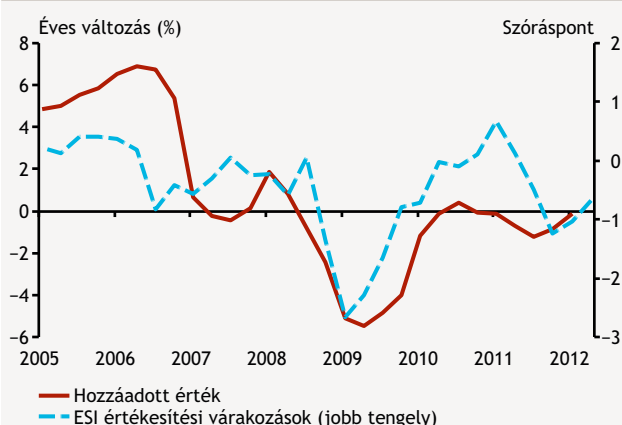
3-22. ábra
Építőipari termelés, új rendelések és az ESI bizalmi index alakulása

(2005. jan.–2012. ápr.)



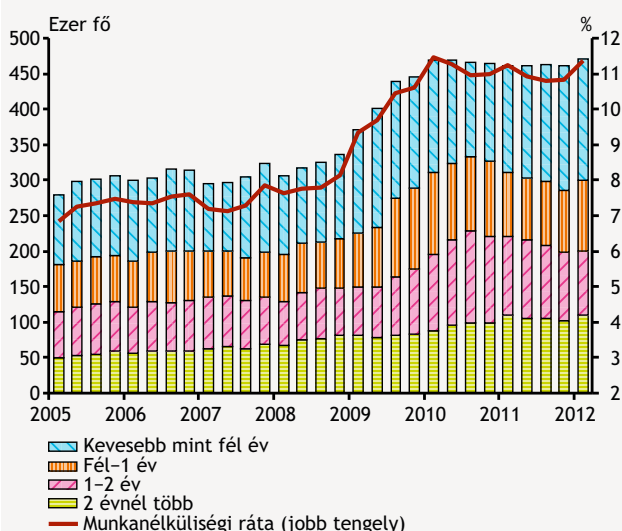
3-23. ábra
A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke és a keresletre vonatkozó várakozások

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



3-24. ábra
A munkanélküliségi ráta és az álláskeresési idő alakulása

(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



Az építőipari termelés enyhe növekedést mutató év végi adatai átmeneti jelenségnek bizonyultak és első negyed-éves információk az ágazat kibocsátásának folytatódó visszaesésére utalnak. Az építőipari termelés közel két számjegyű év eleji csökkenéséhez az építkezéseket az év első hónapjaiban hátráltató hideg időjárás is hozzájárult. A tavaszi hónapok enyhe emelkedést hoztak az ágazat kibocsátásában, ám a gyenge január–februári adtok következtében továbbra is csökkenő trend jellemzi az ágazat teljesítményét. Az új lakások piaca az idei évben historikusan alacsony szinten elérheti mélypontját, de élénkülésre rövid távon nem számíthatunk. A következő negyedévben az EU-s forrásokból finanszírozott infrastrukturális projektek javíthatják némileg az építőipari összképet (3-22. ábra).

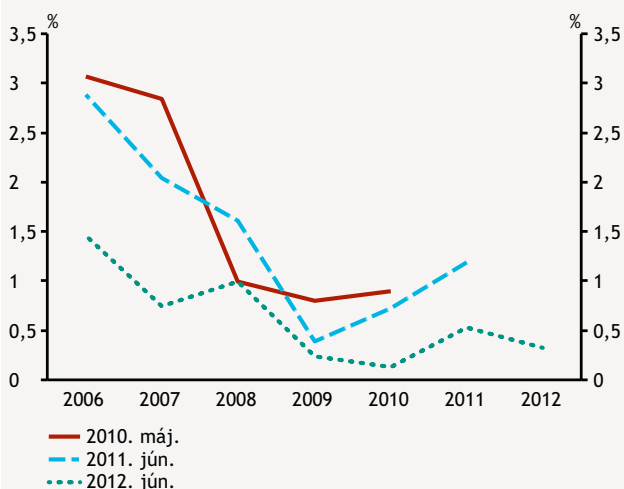
A kiskereskedelmi értékesítések 2012 elején is enyhén bővültek. A hazai háztartások vásárlásai az év elején érdemben csökkenő reáljövedelmek ellenére sem mutattak csökkenést, míg a tartósan gyengébb árfolyamszint a nem rezidens háztartások magyarországi vásárlásait élénkíthette az év első hónapjaiban. A romló konjunkturális feltételek ellenére a *turizmus* ágazat az idei év elején is enyhe növekedést tudott felmutatni. A tartósan gyengébb forintárfolyam változatlanul javíthatja az ágazat teljesítményét. A gyorsan reagáló versenytársak járatbővítései következtében a Malév leállása egyelőre nem okozott jelentősebb visszaesést a szállodai foglalásokban (3-23. ábra).

A pénzügyi szektor hagyományos banki műveletekből származó eredményét és így az ágazat hozzáadott értékét számos tényező csökkentette az idei év első negyedévében. Az év eleji lakosságibetét-kivonás a belföldi forrásokat vetette vissza, míg eszköz oldalon a februárig lezajló végtörlesztési program jelentősen csökkentette a háztartások devizahitel-állományát. Az új kihelyezésekben a szektor aktivitása főleg a vállalatok irányába korábbi várakozásainknál is gyengébbnek bizonyult. Egyedi tényezőként az év elején lezajló végtörlesztési program eredményt rontó hatása is az év elején került elszámolásra.

A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk némileg romlott a márciusi inflációs jelentés óta (3-25. ábra). A 2009-es mély válság és az azt követő elhúzódó kilábalás érdemben visszafoghatta a gazdaság termelőkapacitásainak bővülését. A válság előtti években is alacsony hazai beruházási ráta az elmúlt negyedévekben tovább csökkent. A bizonytalan konjunkturális kilátások és a régiós összevetésben erős banki forráskiáramlás mellett a belföldre termelő ágazatokat tartósan alacsony beruházási aktivitás jellemzi, míg a tőkeállomány bővülése csak a hazai hitelezésre kevésbé érzékeny feldolgozóiparban érzékelhető (a beruházásokról bővebben az 3-3. keretes írásban írtunk).

3-25. ábra

A potenciális növekedésre készített becsléseink revíziói



Az elmúlt évek kormányzati intézkedéseinek köszönhetően a válság óta a munkapiaci aktivitás növekedését figyelhetjük meg. A munkakínálat élénkülése azonban nem párosult a foglalkoztatás hasonló ütemű emelkedésével. A munkanélküliségi ráta az elmúlt években tartósan magas szinten ragadt. A magas munkanélküliség növeli a tartós munkanélkülivé válás esélyét, ami végeredményben az aktív munkakereséshez szükséges képzettség elavulásával, erodálódásával járhat. A tartós munkanélküliség problémájának mélyülésére utal az átlagos álláskereső idő emelkedése (3-24. ábra). Az egy évnél régebben állást keresők aránya az elmúlt években növekedett. Összességében mind a munkaerőpiacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés tartós lelassulására utalnak.

3-3. keretes írás

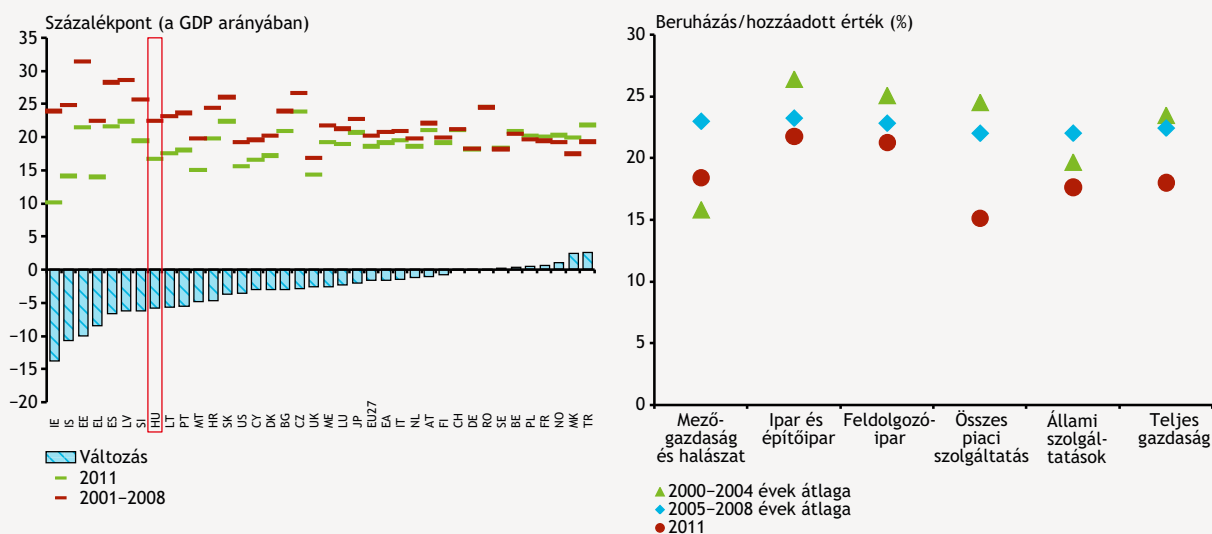
Beruházási viselkedés vizsgálata ágazati bontásban

Az elmúlt évek hazai beruházási adatai rendre negatív meglepetést jelentettek előrejelzésünkhöz képest. A tartósan gyenge beruházási aktivitás nemcsak az adott év növekedési számait érinti kedvezőtlenül, hanem a közép távú növekedési kilátásokat is befolyásolja. Aktuális elemzésünkben a hazai beruházási adatokat nemzetközi és hazai szektorális bontásban vizsgáljuk, hogy árnyaltabb képet kaphassunk a visszafogott beruházási döntések okairól.

A válság általánosan érzékenyen érintette a beruházási aktivitást, a beruházási ráta nemzetközileg általánosan csökkent és jelenleg is a válság előtti átlagostól elmaradó szinten alakul. A hazai beruházási alapfolyamatok már a válság kitörését megelőzően – 2006 óta – romlásnak indultak. A válság 2008-as kitörését követően az beruházások visszaesése felgyorsult, a teljes nemzetgazdasági beruházás

3-26. ábra

A beruházási ráták alakulása Európában és a magyar gazdaság egyes ágazataiban



Megjegyzés: Az ágazatok beruházási hányadát a beruházási szakstatisztika ágazati adataiból és a nemzeti számlákban található ágazati hozzáadottérték-adatokból számítottuk.

– és így hazai beruházási ráta is – mintegy negyedével csökkent 2008-hoz viszonyítva. A csökkenés nemzetközi összevetésben is erőteljesnek tekinthető. Beruházási rátánk a felzárkózó régiós gazdaságokénál alacsonyabb szinten alakul.

Az egyes nemzetgazdasági ágazatok beruházási aktivitását összevetve az általuk előállított nemzeti össztermékkel, látható, hogy a válságot megelőző időszakhoz képest az ágazatok széles körében csökkent a beruházási ráta, és a folyamat már a válságot megelőző években elkezdődött. A legnagyobb csökkenést a belföldre termelő piaci szolgáltatóágazatok esetében tapasztaltuk, míg a kisebb mérséklődés az ipari ágazatokra volt jellemző.

A megfigyelt kettősség részben a válság előtti évek döntéseinek eredménye. A kapacitások keresletnövekedéssel párhuzamosan gyors – gyakran hitelből finanszírozott – kiépülése elsősorban a belföldre termelő ágazatokat jellemezte, ahol a tartósan gyenge keresleti feltételek a túlzott kapacitások leépítését indokolhatják. Ezzel szemben a hazai exportteljesítmény jelentősen nőtt a válság mélypontjához képest, és előre tekintve, a külső piacokra termelő vállalatok kilátásai kedvezőbbek, ami megfelelő támaszt jelenthetett a beruházási döntéseknek. Emellett a belföldre termelő vállalatok beruházásainak erőteljesebb visszaesésében jelentős szerepet játszhatott a hazai hitelezési feltétel erőteljes szigorodása is, mivel az exportáló vállalatok hitelhez jutása – stabilabb gazdasági helyzetük, külföldi érdekeltségeik, esetleges külföldi anyacégeik miatt – lényegesen kedvezőbb. Végezetül az üzleti környezetet kiszámíthatóságát jellemző kockázatok általánosan a beruházási kedv csökkenését okozhatták.

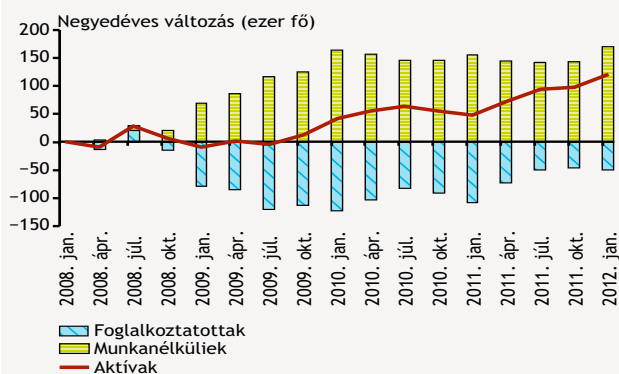
A hazai beruházási ráta csökkenése már a válság előtti években elkezdődött. A folyamatot a válság felgyorsította és a nemzetközi összehasonlításban is jelentős csökkenés az elmúlt években is jellemző maradt. A tartósan gyenge beruházási aktivitás a gazdaság középtávú növekedési kilátásait is kedvezőtlenül érinti.

3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

Az idei év elején tovább bővült a munkapiaci aktivitás. A romló konjunkturális kilátások következtében a foglalkoztatottak számának emelkedése az elmúlt hónapokban megállt. A foglalkoztatás bővülése csak az állami közmunkaprogramok keretében volt megfigyelhető, miközben a versenyszférában a munkakereslet csökkenése jellemző. A munkanélküliség enyhén emelkedett az év elején, így a munkaerőpiac változatlanul lazának tekinthető.

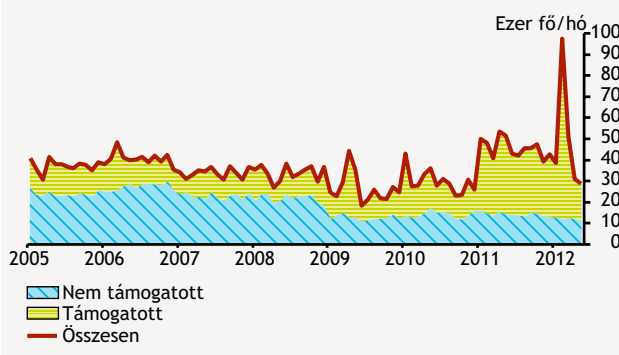
A laza munkapiaci feltételek továbbra is korlátozhatják a nominális bérek növekedését. Az év eleji adminisztratív béremelések a bérek gyorsulását okozták, ám ezen hatást kiszűrve a bérezés alapfolyamatait a válság előtti évek átlagánál viszsfogottabb dinamika jellemezheti. A laza munkapiaci kondíciók tompíthatják a növekvő termelési költségek inflációs hatásait.

3-27. ábra
Az aktivitás változása 2008 I. negyedéhez képest
(2008. I. n.év–2012. I. n.év)



2012 első negyedében az elmúlt években kialakult trendnek megfelelően folytatódott a munkapiaci aktivitás emelkedése. Az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedéseknek (elsősorban a nyugdíjazási feltételek és a munkanélküliségi juttatások szigorítása) köszönhetően az aktivitási ráta a válság előtti szinthez képest 2 százalékpontot emelkedve elérte az 56,5 százalékot (3-27. ábra).

3-28. ábra
Kiírt új álláshelyek száma
(2005. jan.–2012. máj.)



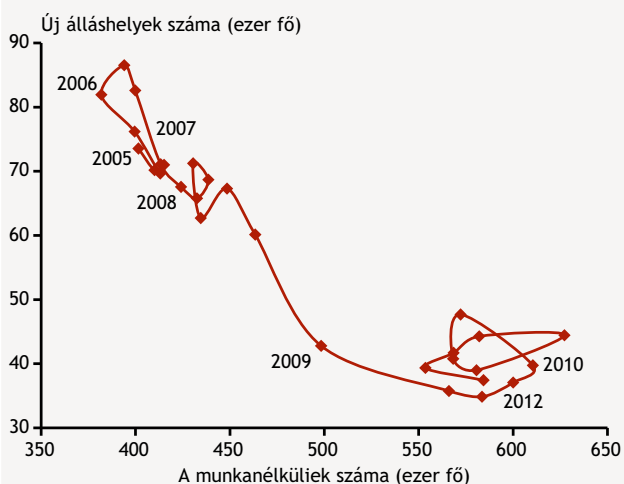
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak számának emelkedése megállt az első negyedévben. A romló konjunktúra-kilátásokkal összhangban a versenyszféra vállalatait a korábbi hónapoknál is óvatosabb munkaerő iránti kereslet jellemzi, így a versenyszférában foglalkoztatottak száma az első negyedévben csökkent (3-28. ábra). A romló foglalkoztatási helyzet az ágazatok szélesebb körében érzékelhető volt, amit egyedi hatásként néhány nagy foglalkoztató (Malév, Nokia) év eleji csoportos létszámleépítései is felerősítettek. A foglalkoztatottság csökkenése nagyobb részben a kis- és középvállalatoknál jelentkezett, amihez statisztikai mérési hatások is hozzájárulnak.¹ Az adminisztratív béremelések költségnövelő hatását rövid távon a kormányzat által bevezetett bérkompenzációs rendszer csökkentette.

Nemzetgazdasági szinten a versenyszféra csökkenő keresletét az állami foglalkoztatás növekedése ellensúlyozta. Bár az állami intézményeknél foglalkoztatottak létszáma az elmúlt negyedévben sem változott, a közmunkaprogramok bővítése az állami foglalkoztatás súlyának növekedését okozta. A korábbi évekkel szemben az idén a közmunkában

¹ Bővebben lásd: márciusi inflációs jelentés 6.2 fejezetében.

3-29. ábra
A Beveridge-görbe alakulása*

(2005. I. n.év–2012. I. n.év)



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

foglalkoztatottak nagyobb hányada teljes munkaidős programok keretében kerül foglalkoztatásra.

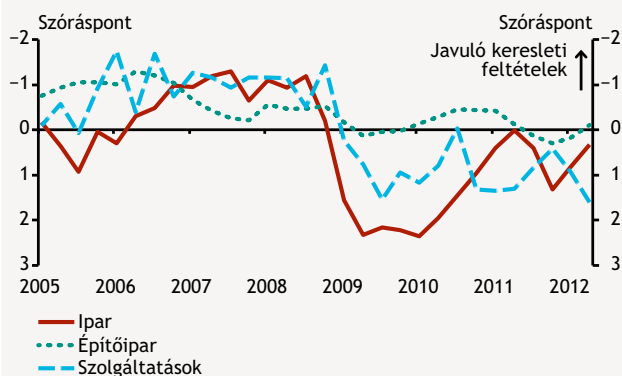
A növekvő aktivitás és stagnáló foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta az első negyedévben 11 százalék fölött alakult. A regisztrált munkanélküliek számában megfigyelt jelentős év eleji volatilitást a közmunkaprogramok év végi lezárásából és év eleji újbóli kiírásából adódó időzí-tési hatások okozták.

Az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma tovább-ra is magas. A munkapiac változatlanul lazának tekinthető, a Beveridge-görbén az utóbbi negyedévekben nem volt jelentős elmozdulás (3-29. ábra).

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A ciklikus pozíció javulása az elmúlt év közepén megtorpant és azóta újból a keresleti feltételek romlását figyelhetjük meg. Bár a főbb termelési tényezők alakulása a gazdaság alacsonyabb potenciális növekedésére utalhat, a gazdasági környezetet továbbra is erős ciklikus hatások alakítják. Ezek részben a külső környezet romlásából, részben a tovább szigorodó banki hitelfeltételek és a keresletszűkítő kormányzati intézkedések együtteséből adódnak. Ezzel összhangban rövid távon továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemezhetik a gazdaság működését, ami változatlanul tompíthatja a termelési költségek emelkedésének fogyasztói árakba történő áthárítását.

3-30. ábra
Keresleti korlátok a fő ágazatokban az ESI-felmérés szerint
(2005. I. n.év–2012. II. n.év)

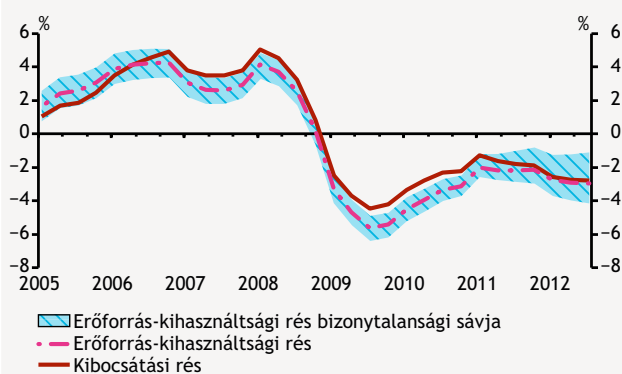


Megjegyzés: Az elégtelen kereslet mint a termelést korlátozó fő tényező, standardizálva, fordított skálán.

A válságot követően a gazdaság ciklikus helyzetét lassú, de fokozatos javulás jellemezte, amit döntően a külső keresleti feltételek javulása okozott. Az elmúlt év közepétől a keresleti feltételek fokozatosan romlanak és így újból a gazdaság ciklikus pozíciójának nyílását figyelhetjük meg. Bár a főbb termelési tényezők alakulása – magas szinten stabilizálódó munkanélküliség és a beruházások erőteljes csökkenése – a gazdaság alacsonyabb potenciális növekedésére utalhat, a gazdasági környezetet továbbra is erős ciklikus hatások alakítják (3-30. ábra).

Becsülésünk alapján a kibocsátási rés 2012 elején is 2-2,5 százalék körül alakulhatott. A gyenge kereslet dezinflációs hatása továbbra is érvényesül. A gazdaságban érdemi szabad kapacitások lehetnek jelen, amelyet az ágazati felméréseken alapuló ciklikus indikátorok is alátámasztanak. A különböző szektorokat jellemző eltérő kapacitáskihasználtság az idei év elején általánossá vált. A külső kereslet lassulásával az exportra termelő ágazatokat is a belföldiekhez hasonló alacsony kapacitáskihasználtság jellemzi.

3-31. ábra
A kibocsátási rés alakulása*
(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



* Az erőforrás-kihasználtsági részt több ciklikus viselkedést mutató makrogazdasági idősorból és bizalmi indikátorból számítjuk. A sáv többféle változókészlet felhasználásával készült.

Előre tekintve, külső és belső tényezők következtében rövid távon a kibocsátási rés újbóli nyílása várható. A kedvezőtlenebb külső kereslet az exportsektorban növelheti a szabadkapacitásokat, míg a szigorodó hitelkörnyezet és a csökkenő reáljövedelmek a fogyasztás ciklikus helyzetét ronthatják (3-31. ábra).

3.6. Költségek és infláció

Az év eleji adminisztratív béremelések következtében számottevően gyorsult a versenyszféra rendszeres béreinek növekedése. A növekvő nominális bérekhez a vállalatok az állami bérkompenzáció igénybevételével és az egyéb munkaköltségek visszafogásával is alkalmazkodtak, így a gyorsuló bérkiáramlás nem jelentette a bérköltségek hasonló ütemű emelkedését.

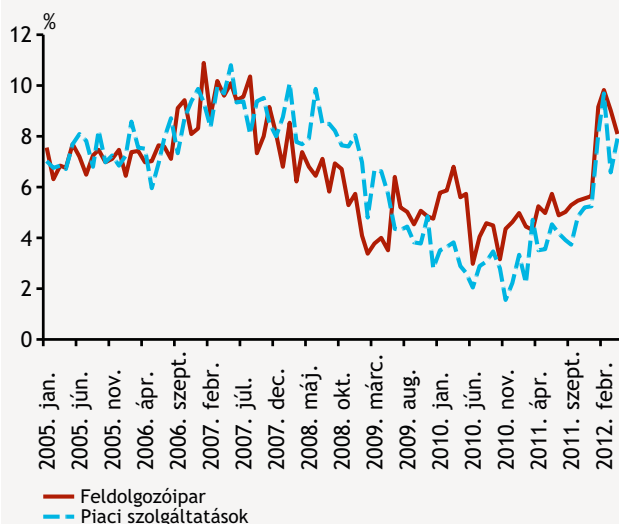
Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban is a középtávú inflációs célt meghaladva, az év elején megfigyelt dinamika közelében alakultak. A visszafogott keresleti környezetben a tartósan gyenge forintárfolyam inflációs hatásai mérsékeltek maradtak, míg a nyersanyagárak csökkenése a feldolgozottélelmiszer-árak vártnál gyorsabb korrekciójában jelentkezett. A keresletre érzékeny piaci szolgáltatások és iparcikkek árai tartósan alacsony dinamikát mutatnak.

A globális konjunktúrakilátások romlásával a világpiaci nyersanyagárakat is csökkenés jellemzi, így rövid távon az importált inflációs hatások enyhülésére számíthatunk. Ugyanakkor a költségvetési hiánycélok elérésére fókuszáló, újonnan bejelentett kormányzati intézkedések közvetlen és közvetett inflációs hatásai már az idei évben megjelenhetnek a fogyasztói árakban.

3.6.1. BÉREK

3-32. ábra
A versenyszféra rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) havi bruttó átlagkeresetének változása

(2005. jan.–2012. ápr.)



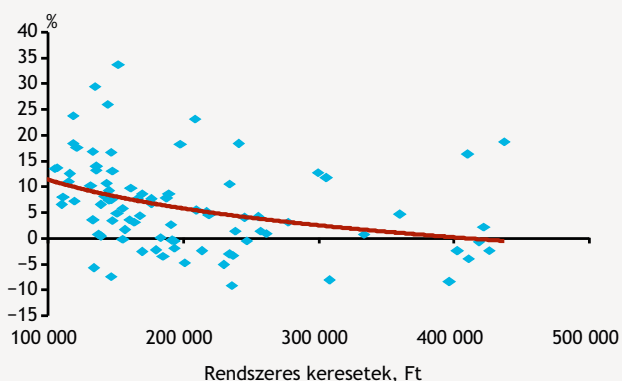
Az idei év elején számottevően gyorsult a versenyszféra rendszeres béreinek növekedése. A rendszeres keresetek több mint 8 százalékos növekedése nagy részben az év eleji adminisztratív béremelésekhez köthető. A gyors nominális bérkiáramlás azonban nem okozta a bérköltségek megegyező mértékű emelkedését, mivel a vállalatok több csatornán keresztül mérsékeltek többletterheiket (3-32. ábra).

A legerősebb rövid távú alkalmazkodási csatornát az állami bérkompenzáció igénybevétele jelentette. Az 5 százalék fölötti béremelésekre nyújtott állami kompenzációt a jogosult munkavállalók több mint háromnegyede esetében érvényesíthették. A konjunkturális helyzet romlásával, valamint a laza munkaerő-piaci feltételekkel összhangban a vállalatok egyéb béröntéseikkel is tompították az adminisztratív béremelések költségnövelő hatását. A rendszeres kereseteken kívüli bérelemek közel 20 százalékkal maradtak el az előző év azonos időszakának értékétől. Különösen erős a visszafogás a cafeteriakifizetések esetében, míg az éves összevetésben alacsonyabb prémiumkifizetéseket nagy részben bázishatás okozza.

3-33. ábra

Rendszeres bérek változása

(2012 márciusában 2011 decemberéhez képest)



A bérkompenzáció mellett a vállalatok úgy is alkalmazkodtak a magasabb bérköltségekhez, hogy az átlagbérnél magasabb keresetűek esetében érdemben visszafogták béremeléseiket (3-33. ábra).

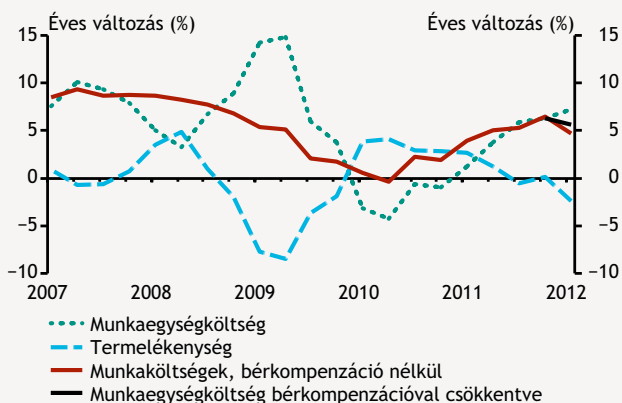
Az egyes ágazatok növekedési feltételeiben jelentkező heterogenitás hatása a bérezésben is érezhető. A feldolgozóipari bruttó átlagkeresetek és rendszeres bérek is kedvezőbben alakultak a piaci szolgáltatások esetén tapasztaltnál.

A munkaköltségek emelkedése és a termelékenység év eleji csökkenése következtében a munkaegységköltség az év első hónapjaiban tovább gyorsult. A béroldali inflációs nyomás erősödését a bérkompenzáció igénybevétele tompítja (3-34. ábra).

3-34. ábra

A munkaköltség, termelékenység és munkaegységköltség alakulása a versenyszférában

(2007. I. n.év–2012. I. n.év)



Az állami szférában foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete 2012 első negyedében 0,5 százalékkal csökkent. A csökkenő nominális bérek döntően a közmunkaprogramok növekvő súlyából adódó összetételhatást tükrözik. A közfoglalkoztatás nélkül számított bérek esetében az inflációtól elmaradó, 2,7 százalékos növekedést tapasztaltunk.

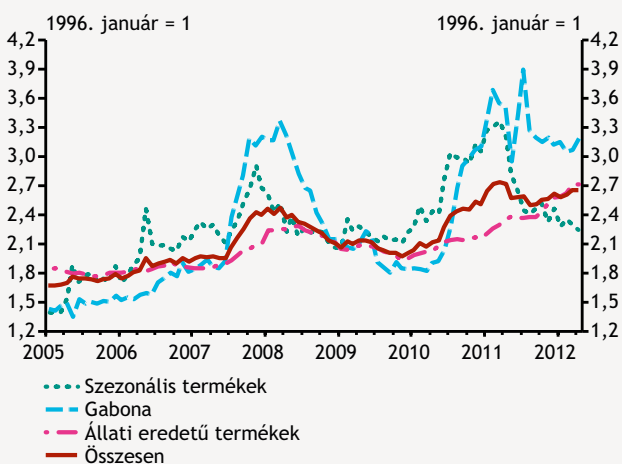
3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

A romló keresleti kilátásokkal összhangban a globális nyersanyagpiaci árak az elmúlt hónapokban érdemben csökkentek. Az élelmiszer-árak csökkenéséhez a régiós szinten is kedvező 2011-es mezőgazdasági terméseredmények is hozzájárultak. Az általánosan érvényesülő deflációs hatások ellenére egyes részpiacokon (tojás és csirkehús) a szigorodó állattartási szabályok a termelői árak drasztikus növekedését okozták. Az átmenetileg kieső kínálat a hazai piacon is a termelői árak látványos emelkedését okozta (3-35. ábra).

3-35. ábra

A mezőgazdasági termelői árak

(2005. jan.–2012. ápr.)



Az élelmiszerárak további csökkenésének határt szabhatnak az idei év eddigi időszakában megfigyelt kedvezőtlen időjárási feltételek, amelyek előre tekintve felfelé mutató kockázatot jelenthetnek a mezőgazdasági termelői árak alakulására.

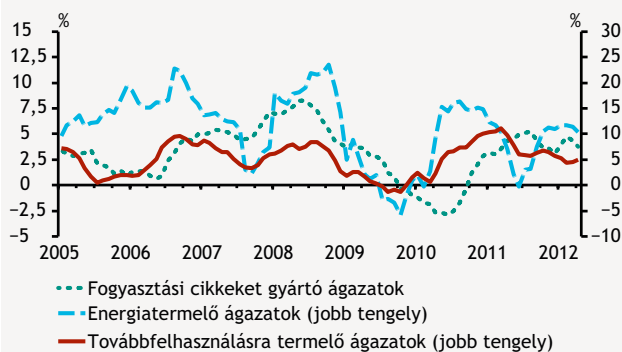
A világpiaci árhatások és a forintárfolyam alakulásával összhangban az ipari termelői árak dinamikája az elmúlt hónapokban nem mutatott érdemi elmozdulást.

3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

2012-ben az első negyedéves fogyasztóiár-index 5,6, a maginfláció 5,1 százalék volt. Az áprilisi enyhe gyorsulást követően májusban mind a teljes infláció (5,3 százalék), mind a maginfláció (4,8 százalék) érdemi korrekciót mutatott. Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban várakozásainknál

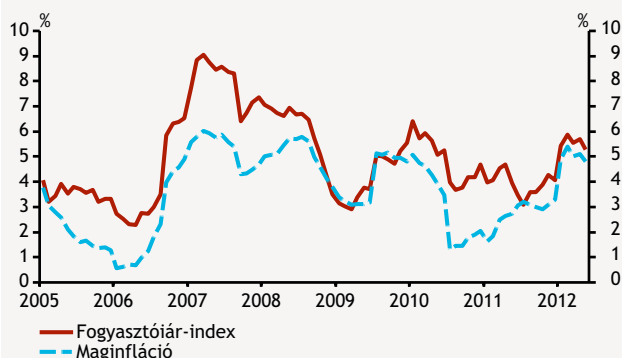
3-36. ábra
Az ipari termelői árak

(2005. jan.–2012. ápr.)



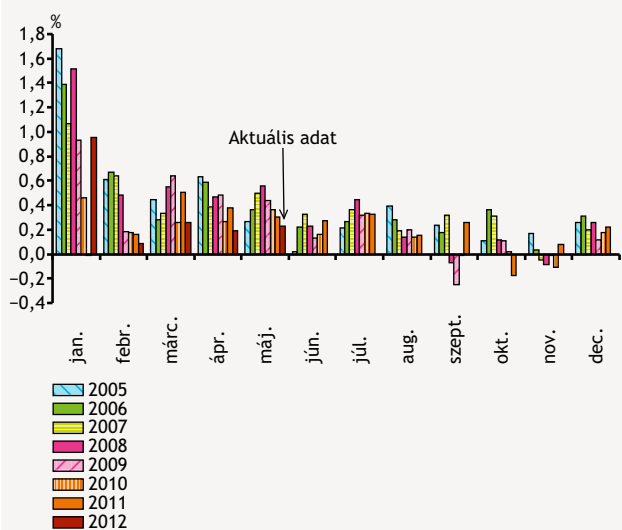
3-37. ábra
A fogyasztóiár-index és a maginfláció

(2005. jan.–2012. máj.)



3-38. ábra
A piaci szolgáltatások inflációja*

(2005. jan.–2012. máj.)



* Adószűrt.

némileg kedvezőbben alakultak. Az alacsonyabb inflációt döntően az élelmiszerek inflációjának mérséklődése okozta (3-37. ábra).

Az inflációs alapfolyamatokat mérő mutatók az év eleji gyorsulást követően korrigálódtak, és az elmúlt hónapokban ismét a 2011. évihez hasonlóan, 3 százalék körül alakultak (3-39. ábra). Az inflációs alapfolyamatokban megfigyelt erős korrekció megerősíti, hogy az év eleji áfaemeléseket a cégek koordinatív áremelési lehetőségként, felhalmozott költségnövekedésük továbbhárítására is használták. Ezen viselkedéssel összhangban a következő hónapok árazási döntéseit ismét a visszafogott belföldi kereslet alakíthatja.

Az *iparcikkek* inflációja a – részben az átárazások előrehozásából adódó – magas év eleji dinamikát követően korrigálódott. A tartós iparcikkek árai tovább csökkentek, melyet a fogyasztói kosárban jelentős súlyt képviselő gépjárművek árcsökkenése magyarázhat. A nem tartós iparcikkek inflációja az elmúlt egy évben megfigyelt átlagos dinamikát mutatja. A májusi árcsökkenést átmeneti tényezőként a termékkörbe sorolt repülőjegyek csökkenése okozta.² Összességében a gyenge árfolyam inflációs hatásai továbbra is visszafogottak a termékkör árazásában.

A *piaci szolgáltatások* inflációja február óta a szokásos szezonálisnál kedvezőbben alakult, mely az éves index mérséklődésében is megmutatkozott. Az áfaemeléshez kötődő koordinált átárazás és az azt követő korrekció leginkább a szolgáltatók viselkedésében volt megfigyelhető (3-38. ábra).

A *feldolgozott élelmiszerek* inflációja az év eleji megugrást követően korrigálódott, majd májusban stabilizálódott az árszint. Az infláció lassulása a termékek széles körében jelentkezett. A termékkörön belül a hús- és tejtermékek áralakulásában a nemzetközileg is megfigyelt hatások érvényesültek.

Az *alkohol és dohánytermékek* árai az év eleji jövedékiadó-emelkedést meghaladó mértékben nőttek az elmúlt hónapokban. Az adóhatásnál nagyobb árnövekedés arra utal, hogy a dohánypiacon lezárulhatott a tavalyi évet jellemző erős árverseny, így a nyersanyagárak emelkedése a fogyasztói árakban is egyre hangsúlyosabban megjelenhet.

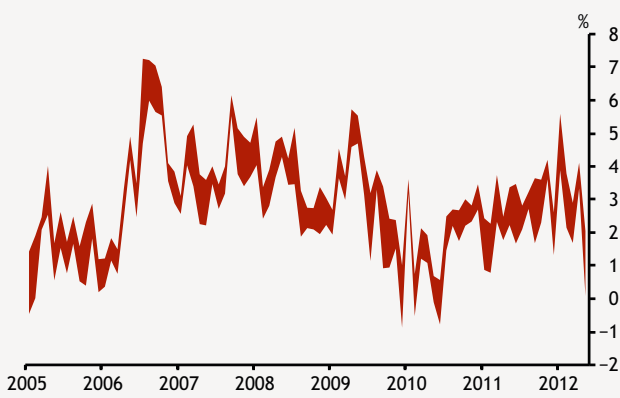
A maginfláción kívüli tételek közül a *feldolgozatlan élelmiszerek* árai év eleje óta enyhén mérséklődtek. A termékkörön belül – összhangban a mezőgazdasági termelői árak alakulásával – az állati eredetű termékek árai nőttek, a növényi eredetű termékeké csökkentek. A *hazai üzem-*

² A repülőjegyek árait a KSH az „utazás egyéb távolsági úticéllal” tételben számolja el. A repülőjegyek áraiban jelentős részt képvisel a külföldi komponens és érzékeny az árfolyamra, emiatt a fogyasztóiár-index MNB-csoportosítása szerint a nem tartós iparcikk csoportba soroljuk be.

3-39. ábra

Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja

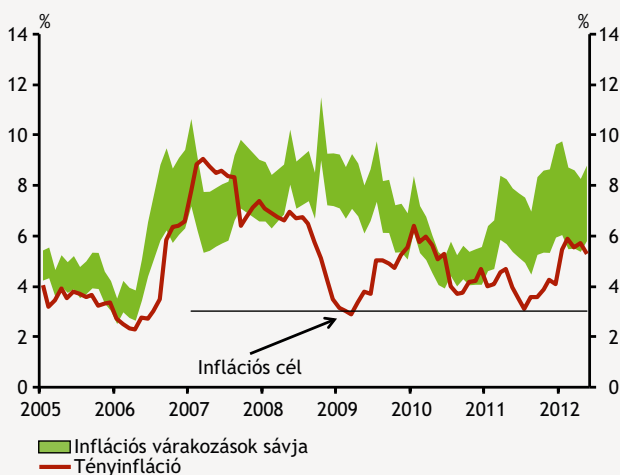
(2005. jan.–2012. máj.)



3-40. ábra

Lakossági inflációs várakozások

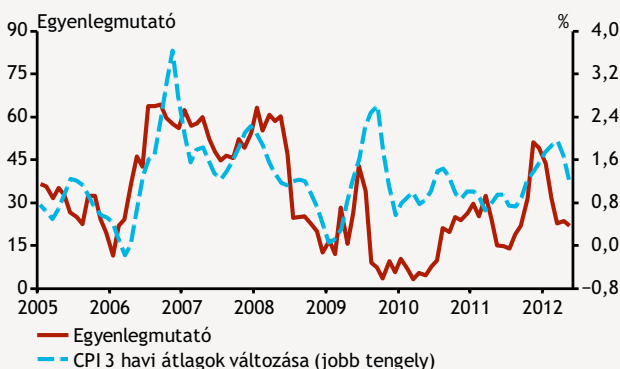
(2005. jan.–2012. máj.)



3-41. ábra

A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció

(2005. jan.–2012. máj.)



* Az egyenlegmutató az áremelkedésre és az árcsökkenésre számított arányának különbsége.

anyagárak a világpiaci olajárakat és az árfolyam elmozdulásait követve április közepéig jelentősen emelkedtek, majd azt követően fokozatos korrekciót mutattak. A szabályozott árak az év eleji áremeléseket követően várakozásainknak megfelelően stagnáltak.

3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései az idei év elejéig tartó erős emelkedést követően némileg csökkentek, ami a mérséklődő olajárakkal és az árfolyam erősödésével lehetett összefüggésben. A csökkenés ellenére a lakosság inflációs érzékelései továbbra is magas szinten tartózkodnak. Követve az infláció elmúlt negyedévekben mért erős volatilitását, a várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelések bizonytalansága is növekedett (3-40. ábra).

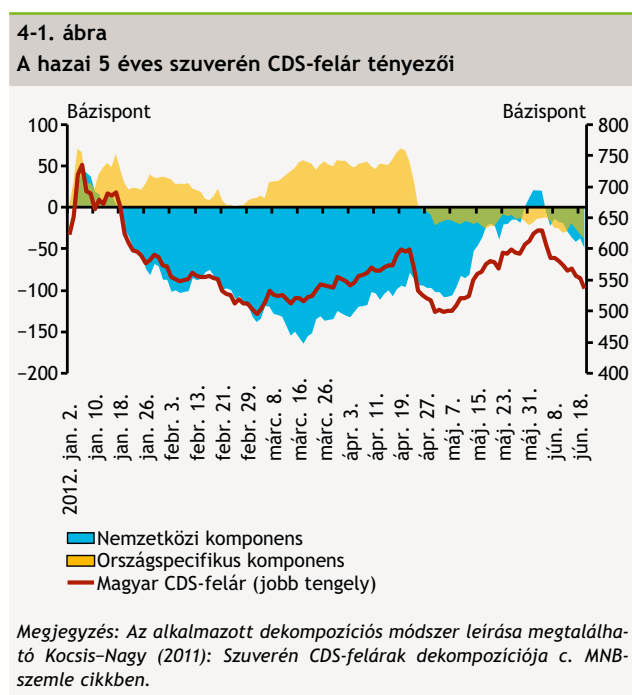
A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából informatív a kereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai. A várakozások az év elejei csökkenést követően stagnáltak, ami arra utalhat, hogy a következő hónapokban a visszafogott belföldi kereslet árleszorító hatása, valamint a nyersanyagköltségek csökkenése lehet meghatározó a hazai inflációban (3-41. ábra).

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

2012. március vége óta Magyarország kockázati megítélése erőteljes ingadozások mellett összességében változatlan maradt. A görög és spanyol aggályokkal összefüggően egyre borúsabb külföldi befektetői környezet a hazai mutatókra kedvezőtlen irányba hatott, az ilyen eredetű elmozdulások a hazai mutatók relatív nagyobb érzékenysége miatt más régiós országokban megfigyeltnél jelentősebbek voltak. Az országspecifikus eredetű kockázaterőteljesítés ugyanakkor összességében kedvezően alakult, amit elsősorban az EU-IMF-tárgyalások megindulásához fűzött erősödő remények okoztak. Az ellentétes irányú hatások relatív erőssége piaconként eltérő volt, így a hazai mutatók vegyesen alakultak. A hazai 5 éves CDS-felár alig változott, a forint erősödött az euro viszonylatában, míg az állampapír- és bankközi piacokon az időszak összességében csökkentek a hozamok. A külföldi szektor a devizapiacra a vizsgált időszakban forinteladó volt, közel 200 milliárd forinttal nőtt viszont a szektor forintállampapír-állománya.

4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE



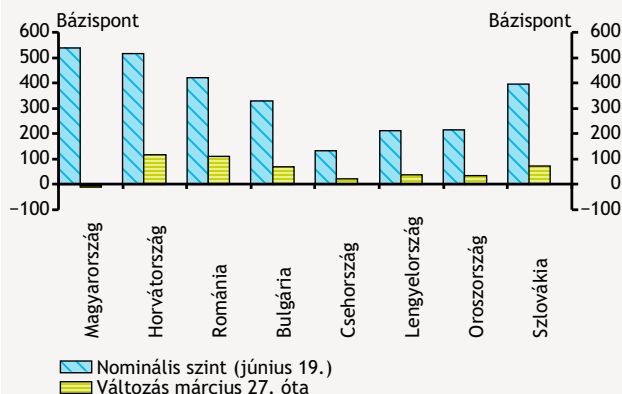
Az elmúlt három hónapban Magyarország kockázati megítélése összességében nem változott. A megítélést egyfelől kedvezőtlen külföldi tényezők rontották, amit az arra adott – nemzetközi összehasonlításban – érzékenyebb hazai reakciók súlyosbítottak, ezt a hatást ugyanakkor ellensúlyozták kedvező irányú országspecifikus eredetű elmozdulások (4-1. ábra).

A nemzetközi környezetet elsősorban az eurozóna periféria-országainak negatív hírárama határozta meg. A Görögország eurozónán belüli jövőjét érintő kérdések, illetve a spanyol államadósság és bankrendszerrel kapcsolatos kockázatok felerősödése a globális kockázattávlati hajlandóság csökkenését okozta. A globális pénzpiaci hangulat változása a hazai kockázati mutatókat a régiós országokban megfigyeltnél érzékenyebben érintette (4-2. ábra).

A nemzetközi hatásokkal ellentétesen, összességében kedvezően hatottak az országspecifikus események. Az Orbán-Barroso-találkozó, a nemzetközi szervezetek, illetve a magyar kormány nyilatkozatai a befektetők számára pozitív üzeneteket sugalltak az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatban, bár annak időzítését a piaci elemzések alapján továbbra is számottevő bizonytalanság jellemzi. Az összességében azonban hazánkkal szemben bizakodóbbá váló befektetői légkör ellensúlyozta a nemzetközi eredetű kedvezőtlen folyamatokat.

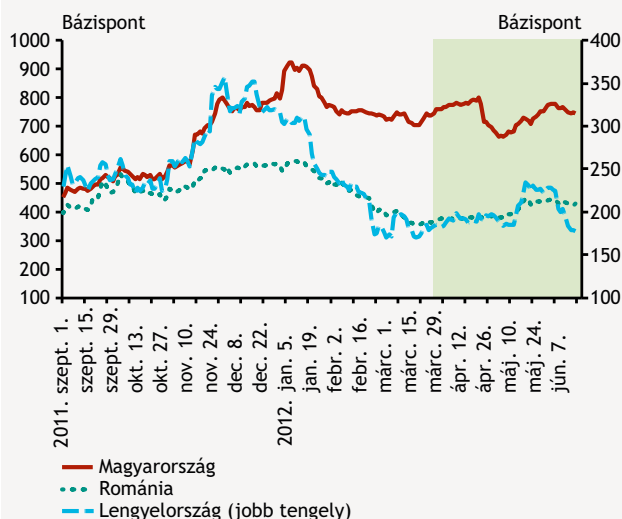
4-2. ábra

Régiós 5 éves CDS-felárak változása 2012. március 27. óta



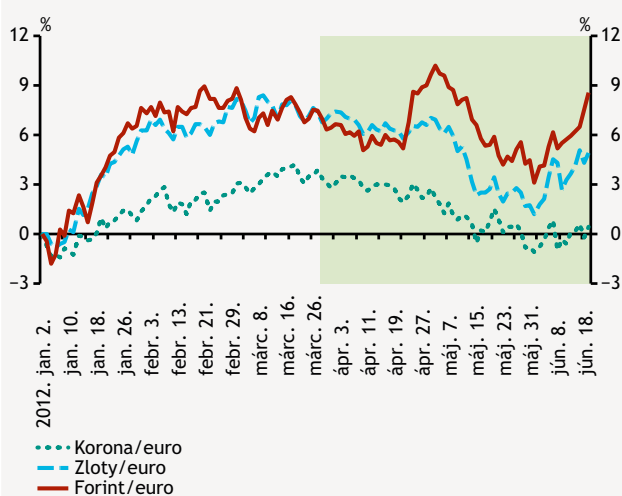
4-3. ábra

Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény felárak



4-4. ábra

Régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: Év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

A pozitív országspecifikus hatásoknak köszönhetően a hazai 5 éves CDS-felár régiós összehasonlításban kedvezően alakult, így az időszak első felében megfigyelt feláremelkedés az elmúlt hetekben gyorsan korrigálódott (4-3. ábra).

Az euróban denominált magyar devizakötvények német hozamokhoz viszonyított felára és a CDS-prémium közötti jelentős különbség továbbra is fennmaradt. A devizakötvény-felárak a CDS-felárhoz hasonló pályán mozogtak az elmúlt hónapokban.

4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint/euro árfolyam mozgásában is érvényesültek a kockázati megítélésben látott tendenciák. A hazai deviza április végéig enyhén, a többi régiós devizának megfelelő mértékben leértékelődött. Május elején az IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos kedvező hírek következtében mintegy 4 százalékkal erősödött. Az erősödés azonban átmenetinek bizonyult, május végére a romló nemzetközi környezetben a hazai deviza árfolyama ismét a 300-as szint fölé emelkedett. Június közepétől az új jegybanktörvényről érkező pozitív hírek hatására a forint a régiós devizáknál is jelentősebb erősödést mutatott. A júniusi korrekcióval együtt a márciusi kamatdöntés időpontjához képest másfél százalékos felértékelődést regisztrálhattunk (4-4. ábra).

A devizapiaci opciós jegyzések alapján az előretekintő kockázati mutatóink számottevően romlottak. Az egy hónapos implikált volatilitás a bizonytalanság növekedését tükrözve 20 százalék fölé emelkedett, és a nagyobb leértékelődés relatív valószínűségét kifejező risk reversal szpredek is emelkedtek.

Az FX-swap piacon a külföldi szektor nettó pozíciója jelentősen emelkedett, ami szinte teljes mértékben a forintlikviditás-kihelyező swapállomány csökkenéséhez volt köthető. A lejáró FX-swapokból a külföldiekhez visszakérülő forintlikviditás egy részét a nem rezidensek a spotpiacon értékesítették, másik részét a külföldi szektor forintesszköz-állományának növelésére fordította (4-5. ábra).

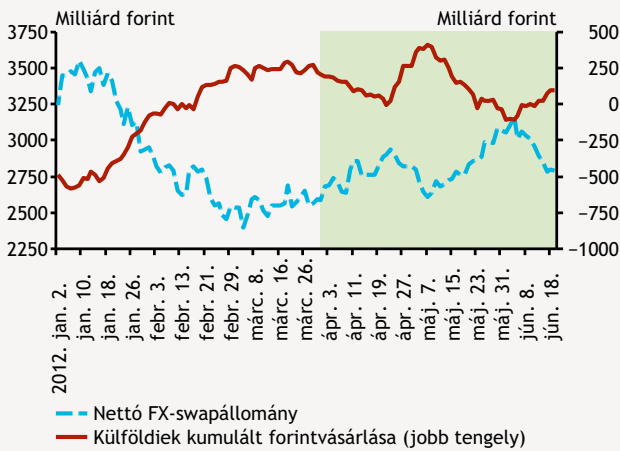
Az FX-swap piaci felárak csökkentek a vizsgált időszakban. Az egynapos futamidőn, az EUR/HUF kötések alapján implikált felárak 0 bázispont körül szóródtak, a 3 hónapos lejáraton, mintegy 50 bázisponttal, 100 bázispont környékére mérséklődtek.

4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Az elsődleges állampapírpiacon az elmúlt hónapokban változó befektetői érdeklődés jellemezte. Az ÁKK a DKJ- és a

4-5. ábra

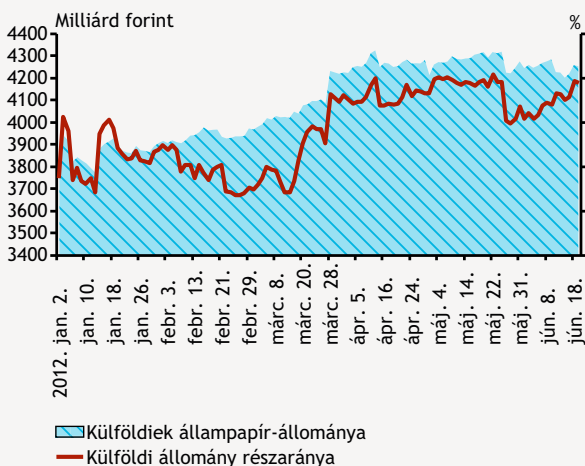
A külföldi szereplők nettó forint-deviza swapállománya és kumulált forintvásárlása



Megjegyzés: Külföldiek kumulált forintvásárlása: 2010. január 4. = 0.

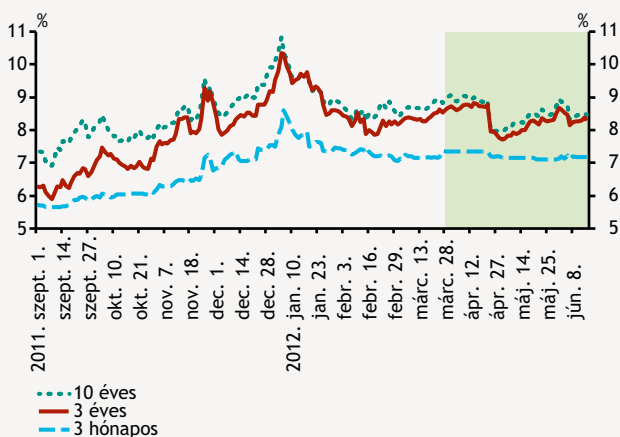
4-6. ábra

Külföldiek állampapír-állománya



4-7. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



kötvényszerzők a korábbi időszakokhoz képest többször emelte a meghirdetett képest az elfogadott mennyiséget, bár a lefedettség mértékében csak kisebb mértékű volt az emelkedés.

Március vége óta a külföldi szektor további közel 200 milliárd forinttal növelte forintállampapír-tartását. A nem rezidensek az időszak végén 4255 milliárd forint értékben birtokoltak kincstárjegyeket és kötvényeket, ami a teljes piaci állomány 41,9 százalékát tette ki (4-6. ábra).

Az állampapír-piaci hozamok a kockázati mutatók pályáját követték, s az időszak egészét tekintve – különösen a hosszabb lejáratokon – csökkenni tudtak. A kezdeti stagnálást követően április végén, pár nap leforgása alatt mintegy 100 bázispontos csökkenés következett be az éven túli referenciahozamokban és a rövidebb lejáratokon is 20-30 bázispontos mérséklődést tapasztaltunk. Május folyamán azonban a romló hangulat a korábbi csökkenéseket semlegesítette, de a június eleji korrekció következtében az időszak egészét tekintve a hosszabb lejáratokon 30-40 bázisponttal csökkentek az állampapírhozamok.

A bankközi piacon dinamikájában és mértékekben is nagyon hasonló tendenciák voltak megfigyelhetők a görbe hosszabb lejáratain, bár az időszak egészére vonatkozóan valamelyest szerényebb mértékű volt a hozamcsökkenés. A pénzpiacra a kamatvárakozásokat tükröző forward kamatmegállapodások jegyzései is összességében 10-20 bázisponttal mérséklődtek. Az FRA-görbe a fél éves induló horizontig a jelenlegi alapkamattal konzisztens (4-7. ábra).

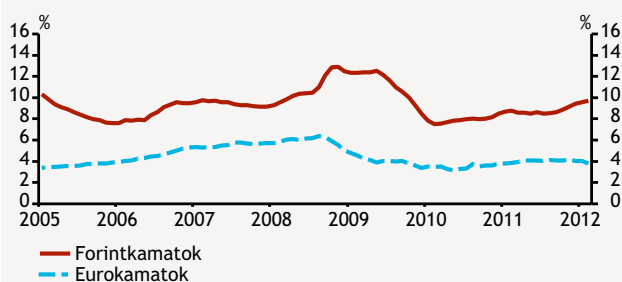
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A banki hitelkondíciók 2012 elején némileg tovább szigorodtak. A vállalati szegmensben folytatódott a forintkamatok emelkedése, míg az eurokamatok kismértékben csökkentek az elmúlt hónapokban. A háztartási szegmensben belül a jelzáloghitel teljes hitelköltsége tovább emelkedett, amely nagyrészt márciusban következett be. A legfrissebb hitelezési felmérés alapján a háztartási és vállalati szegmensben a hitelezési feltételeket szigorító bankok aránya érdemben csökkent 2012 első negyedévében. A felmérés után ismertté vált bankrendszeri többletteleher, a tranzakciós adó azonban növeli annak kockázatát, hogy a szigorú hitelezési feltételek tartósan fennmaradnak. Az egyéves állampapírhozam számolt reálkamat enyhén tovább mérséklődött.

4-8. ábra

A vállalati simított kamatok alakulása devizanem szerinti bontásban

(2005. márc.–2012. ápr.)

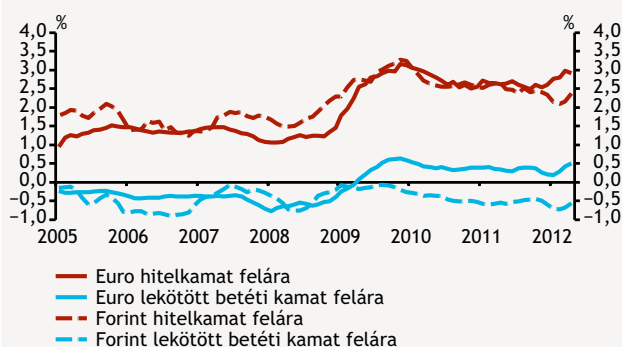


Megjegyzés: A felárak a 3 hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár mozgó átlaga.

4-9. ábra

A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban

(2005. jan.–2012. ápr.)



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

4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A vállalati forint- és devizahitelek felára egyaránt nőtt az év első hónapjaiban. Ez azonban csak az előbbi esetben jelentett tényleges kamatemelkedést. Áprilisra a vállalati forintkamatlábak 10 százalék közelébe emelkedtek (4-8. ábra), ami a felárak 40 bázispontos emelkedése mellett következett be (4-9. ábra). Ezzel szemben az euro alapú kamatoknál a jelentősen csökkenő referenciakamat (3 hónapos EURIBOR) ellenére a kamatszint csupán 4 százalékról 3,8 százalékra csökkent, ami a kamatfelár 2,5 százalékponttól 3 százalékpontra történő emelkedésével volt konzisztens (4-9. ábra).

Az aggregált kamatok ugyanakkor nem nyújtanak teljes körű képet a kamatkondíciók különböző vállalat típusok közötti szóródásáról. Egyrészt a nagyvállalatok a nagy hitel méretek miatt felül vannak reprezentálva, másrészt a szigorú nem árjellegű hitelezési feltételek miatt csak egy számottevően szűkült vállalati ügyfélkör jut hitelhez. A kockázat alapú árazás során a jó hitelképességű ügyfelek kedvezőbb ár mellett juthatnak hitelhez. A 2012. áprilisi hitelezési felmérés külön kérdőíve alapján³ a kisebb vállalkozások jóval magasabb áron, 4–7 százalékpont körüli kamatfeláron juthatnak hitelhez kockázati besorolástól függően.

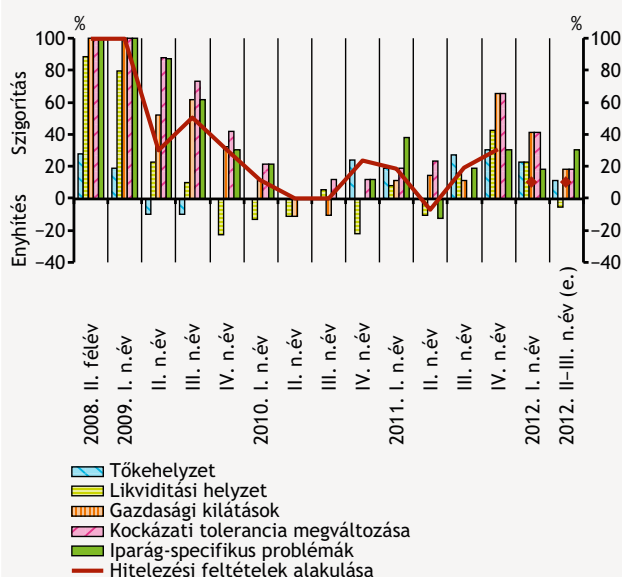
A hitelezési felmérés alapján a vállalati szegmensben tovább szigorodtak a hitelezési feltételek, és ez a tendencia várhatóan a következő félévben is folytatódik. Ugyanakkor a szigorító bankok aránya jelentősen csökkent (4-10. ábra). A hitelezési feltételek szigorításához továbbra is elsősorban az alacsony hitelezési hajlandóság járul hozzá, míg az előző

³ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/mnbhu_hitelezesi_felmeres/mnbhu-hitelezesi-felmeres-201205/SLO_201205_HUN.pdf

4-10. ábra

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

(2008. II. félév–2012. III. n.év)



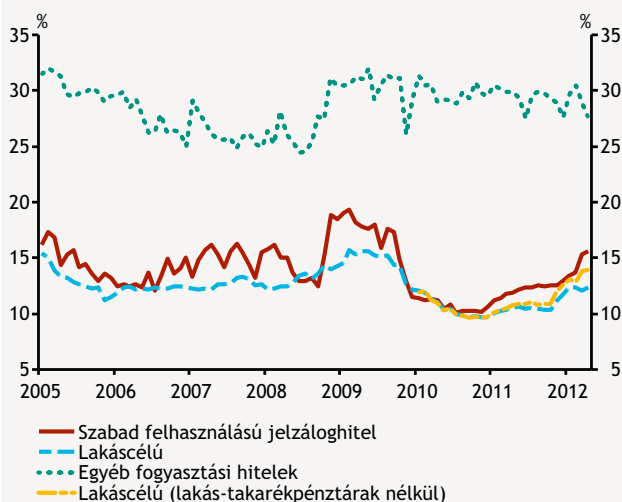
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válasza alapján.

4-11. ábra

A forint alapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)

(2005. jan.–2012. ápr.)



Megjegyzés: 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

felméréshez képest érdemben csökkent azon bankok köre, akik a gyengülő hitelezési képességet (likviditási és tőkehelyzet) jelölték meg, mint a szigorításhoz hozzájáruló tényező.

A korábbi felmérésben a bankok többsége szigorítást várt 2012 elejére, de a 3 éves EKB-hiteleknek is köszönhetően végül jóval kevesebb bank változtatta ebbe az irányba feltételeit. Ugyanakkor fontos hangsúlyozni, hogy a válság óta kialakult szigorítások tartós fennmaradása – amelynek kockázata nőtt a pénzügyi tranzakciós adó miatt – is érdemi kockázatokat jelent, jelentős hitelszűkét okozhat a reálgazdaságban.

4.2.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDÍCIÓK

A háztartási jelzáloghitelek kamataiban a végtörlesztési program bevezetésekor kezdődő emelkedés folytatódott a 2012. február és április közötti időszakban. Az emelkedés nagyrészt márciusban következett be, azaz a végtörlesztés és az ahhoz kötődő kiváltó hitelek utáni első hónapban. Bár a lakáscélú jelzáloghitelek teljes hitelköltsége (THM) 12,5 százalék körül stagnált, ebben nagy szerepet játszott az új kihelyezésen belül a speciális konstrukciókat kínáló lakástakarék-pénztárak jelentős súlya. A hagyományos kereskedelmi banki hitelek összesített kamatlába 13,8 százalékra emelkedett áprilisra (4-11.ábra). Ezzel a hazai bankközi kamat (BUBOR) feletti kamatfelár a lakacélú hitelekre elérte a 6 százalékpontot (4-12. ábra). A szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége 13 százalékról 15,5 százalékra (4-11.ábra), a BUBOR feletti kamatfelár 6 százalékpontból 7,5 százalékpontra emelkedett.

A fedezetlen fogyasztási hitelek teljesíteldíj-mutatója 30 százalék körüli szintről 28 százalékra csökkent (4-11.ábra). Míg a korábbi években többször tapasztalt átmeneti csökkenések elsősorban az akciós áruhiteleknek voltak tulajdoníthatóak, most a személyi hitelek kamatlábának több mint 2 százalékpontos csökkenése okozta a kamatok mérséklődését. Az adatok értékelését ugyanakkor megnehezíti, hogy a kamatok csökkenése rekord alacsony forgalom⁴ mellett következett be, így összetételhatás is torzíthatja a kamatadatokat, és elképzelhető, hogy a jobb hitelképességű ügyfelek alacsonyabb kamatfelára tükröződik vissza az aggregált mutatóban.

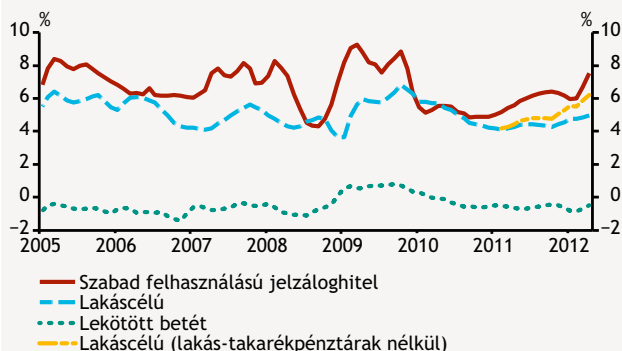
A 2012 áprilisában végzett hitelezési felmérés alapján folytatódott a szigorítások a háztartási szegmens hitelezési feltételeiben 2012 első negyedében, azonban a szigorító bankok aránya jelentősen csökkent az előző negyedéhez

⁴ Áprilisban 5,7 milliárd forint új kihelyezés történt, míg 2012 első negyedében és 2011-ben is 7-8 milliárd forint volt az átlagos havi kihelyezés a személyi hiteleknel.

4-12. ábra

A 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak

(2005. jan.–2012. ápr.)

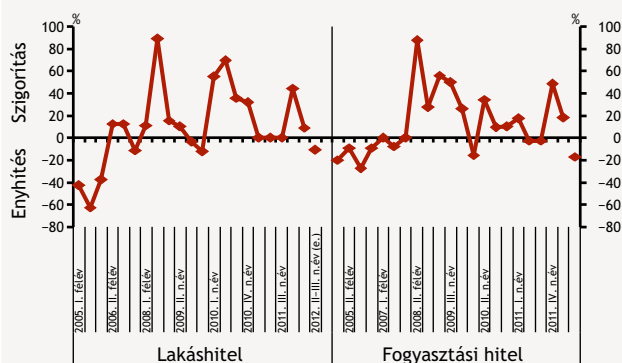


Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított. 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

4-13. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben

(2005. II. félév–2012. III. n.év)



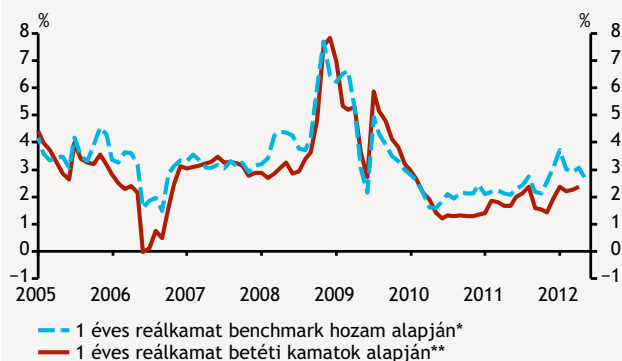
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján.

4-14. ábra

Előretekintő reálkamatlábak alakulása

(2005. jan.–2012. máj.)



* Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok (vállalati és háztartási súlyozva) és a Reuters-poll felhasználásával számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

képe (4-13. ábra). A bankok a következő félévre már enyhítést, azaz némi korrekciót jeleztek előre a végtörlesztés idején kialakult szigorú hitelezési feltételekben. Ugyanakkor a felmérés után ismertté vált bankrendszeri többletthez, a tranzakciós adó növeli annak kockázatát, hogy a szigorú hitelezési feltételek a háztartási szegmensben is tartósan fennmaradhatnak.

4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

Az előző inflációs jelentés óta eltelt három hónap alatt az állampapírhozam alapján számított 1 éves reálkamat tovább mérséklődött. A 2012. februári 3 százalékos szintről májusra 2,7 százalékra mérséklődött (4-14. ábra), ami elsősorban az egyéves állampapírhozam folytatódó csökkenésének volt tulajdonítható. A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból számított reálkamatláb a vizsgált időszakban sem változott érdemben: 2,3 százalékos szint körül alakult. Ezek a szintek historikusan alacsonynak tekinthetők, azonban az elmúlt két év átlagához képest a kamatkondíciók szigorodását jelentik.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

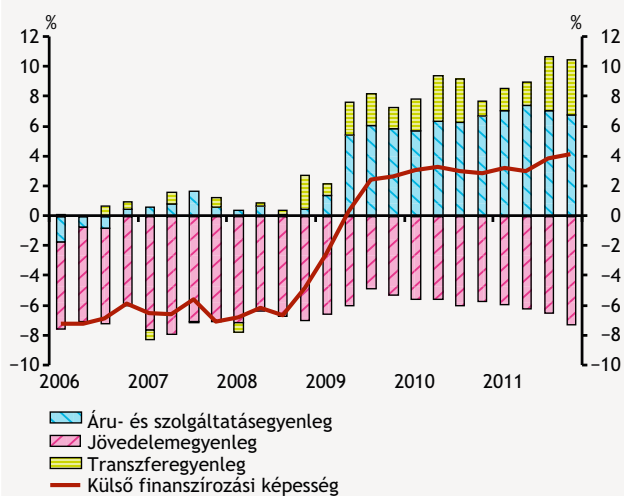
A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2011 végén elérte a GDP 4 százalékát. A nettó export külső egyensúlyjavító hatása enyhén mérséklődött, az EU-transzferek ugyanakkor emelkedtek az év második felében. Az áru- és szolgáltatás-egyenleg többlete 2012 első hónapjaiban is magas maradt. Az év elején befejeződött végtörlesztési program csökkentette a belföldi szereplők külső adósságát, a tartósan gyengébb forintárfolyam ugyanakkor visszafogta az adósságmutatók erőteljesebb korrekcióját. 2012 elején a bankok mérsékeltebb forráskiáramlása, valamint a külföldiek állampapír-állományának újbóli emelkedése lassíthatta az adósságmutatók további csökkenését.

5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezonálisan igazított értékek, GDP arányában, 2006. I. n.év–2011. IV. n.év)



Megjegyzés: Az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, így a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

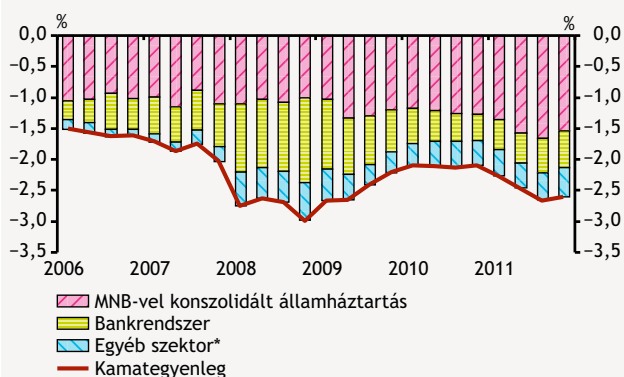
A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége továbbra is magas. 2011 második felében a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege a GDP 4 százaléka körül alakult. A külkereskedelem dinamikája ugyan a tavalyi év közepétől kezdődően fékeződött, továbbra is a GDP 7 százaléka körüli nettó export járul hozzá leginkább a külső egyensúlyi többletnek. Az idei év elejét romló külső környezet jellemezte, a külkereskedelmi statisztika alapján ugyanakkor az áru-egyenleg többlete továbbra sem csökkent számottevően. A transzferegyenleg – amelyben lényegében az EU-transzferek hatása tükröződik – további 2 százalékkal növelte a külső egyensúlyi többletet. A jövedelemegyenleg hiányát tekintve pedig folytatódott a válság kezdeti szakaszát követő fokozatos emelkedés (5-1. ábra).

A külső adóssághoz kapcsolódó kamategyenleg romlása a tavalyi év végén megállt, a válság előtti szintekhez képest tartósan magas kockázati prémium ugyanakkor a fokozatos átárazódáson keresztül a kamatkidadások emelkedése, illetve a külső egyensúlyi többlet mérséklődése irányába hat. 2011 folyamán az állam (külföldi) forint- és devizakötvényeire fizetett kamatkidadásai folyamatosan emelkedtek, amelyben vélhetően szerepe volt az egyre növekvő külföldi állampapír-állománynak, valamint a magasabb kockázati prémium melletti átárazódásnak. A konszolidált államháztartás kamategyenlegének romlását a jegybank – devizataralékon realizálódó – kamatbevételeinek emelkedése tompította. Külső megítélésünket jelző kockázati-prémium-mutatóink valamelyest mérséklődtek 2012 első felében. A mutatók szintje azonban továbbra is igen magasnak tekinthető, ami tovább növelheti a külföldre fizetendő kamatkidadásainkat (5-2. ábra).

5-2. ábra

Az egyes szektorok külföldi kamategyenlege

(GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év–2011. IV. n.év)

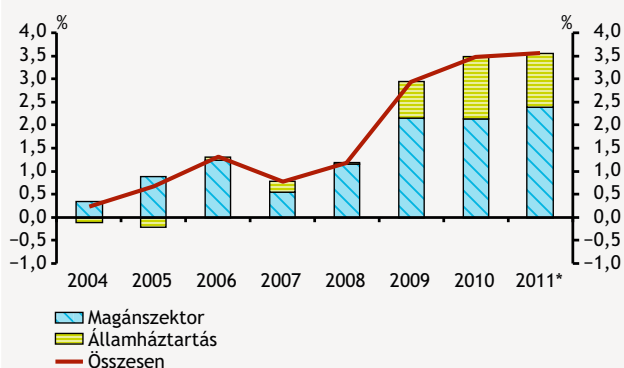


* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

5-3. ábra

A nettó EU-transzferek alakulása

(eredmény szemléltetve, GDP-arányos értékek)

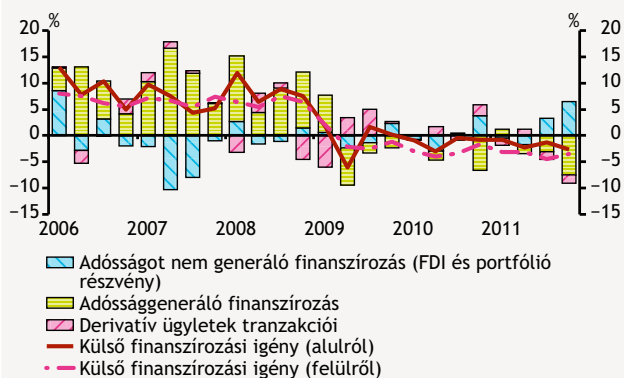


* Az EU-transzferek 2011-es szektorok szerinti megoszlása még becsléseken alapul a fizetési mérlegben. Tényleges adatok 2012 szeptemberétől lesznek elérhetőek.

5-4. ábra

A külső finanszírozás szerkezete*

(GDP arányos tranzakciók, 2006. I. n.év–2011. IV. n.év)



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

2011 egészét tekintve a belföldi szektorok finanszírozási képességét, illetve a külső egyensúlyi pozíciót a 2010-es évhez hasonló mértékben javították az EU-tól kapott támogatások. A 2011-es nettó EU-transzfer felhasználása 3,6 milliárd eurót tett ki (a GDP 3,5 százaléka). A transzferek szektorok szerinti megoszlása ugyan 2011-re még becsléseken alapul, a fizetési mérleg-adatok szerint a támogatások legnagyobb része tavaly is a nem pénzügyi vállalatokhoz kerülhetett (5-3. ábra).

5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A pénzügyi mérleg alapján adódó külső egyensúlyi mutató hasonlóan magas többletet jelzett 2011 negyedik negyedévében.⁵ A külső finanszírozás szerkezetét az év végén fel erősödő adósságcsökkenés jellemezte. A nem adósság típusú FDI- és portfóliójellegű források eközben egyaránt emelkedtek (5-4. ábra).

A bankok külföldi adósságjellegű forrásai (hitelek, kötvények) – részben a végtörlesztések hatására felgyorsuló mérlegalkalmazkodás során – jelentősen, több mint 4 milliárd euróval csökkentek a végtörlesztési program alatt. A banki forráskiáramlás a bruttó külső adósság csökkenése irányába hatott. Mivel a végtörlesztési programhoz kapcsolódó devizaaukciók során a devizatartalék is csökkent, a gazdaság nettó külső adóssága a program hatására nem változott.

A bankokon kívüli magánszektor (ábrán: egyéb szektor) év végi nettó forrásbevonása a válság óta eltelt időszakot tekintve jelentősnek tekinthető. A forrásbeáramlás kisebb mértékben az enyhén élénkülő FDI típusú finanszírozáshoz köthető, nagyrészt a magánszektor külföldi eszközeinek leépítése áll a háttérben (főként vállalati kereskedelmi hitelkövetelések, valamint a lakosság valutakészletének csökkenése).

Külső adósságmutatóink újra mérséklődni tudtak 2011 végén. A GDP-arányos nettó külső adósság 50 százalék alá csökkent, míg a bruttó külső adósság 113 százalékot tett ki. A külső adósság szempontjából fontos devizaárfolyamokban emellett markáns elmozdulás következett be, amely érdemben visszafogta a bruttó külső adósság korrekcióját. A piaci ár- és árfolyammozgások ugyanakkor a devizatartalékot is ártértékelték, így ezeknek összességében a nettó külső adósságra gyakorolt hatásuk nem volt számottevő (5-5. ábra).

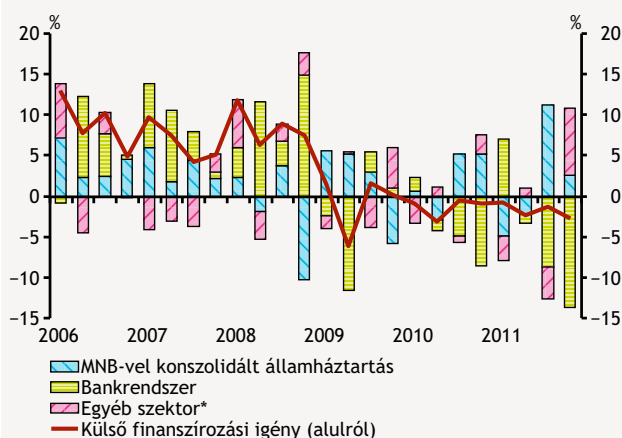
2012 elején lassult a banki forráskiáramlás, amely a külső adósságmutatók lassabb mérséklődése irányába hatott.

⁵ A „Tévedések és kihagyások egyenlege”, azaz a fizetési mérleg hibája 190 millió eurót tett ki 2011 IV. negyedévében. 2011 egészét tekintve a fizetési mérleg hibája 1,8 milliárd euro volt, amely az elmúlt évek hibáinak viszonylatában nem tekinthető kiugrónak.

5-5. ábra

A külső finanszírozás szektorok szerint

(GDP-arányos tranzakciók, 2006. I. n.év–2011. IV. n.év)

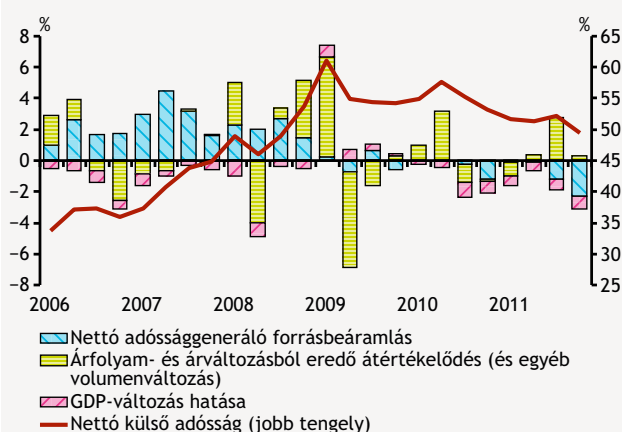


Emellett a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány újbóli emelkedése is visszafogottabb külső adósságcsökkenést implikál. Az ártértékelődési hatások, azaz a forint árfolyamának tavaly év végi szintekhez viszonyított erősödése ugyanakkor támogathatták a külső adósságmutatók korrekcióját. Az elmúlt év végén már elkezdődött, az idei évben pedig folytatódik a korábban felvett EU-IMF-hitelek törlesztése. Önmagában ez is hozzájárul a bruttó külső adósságunk csökkenéséhez, a nettó külső adósságunk ugyanakkor ennek hatására nem változik (mivel a devizataralék is hasonló összeggel csökken) (5-6. ábra).

5-6. ábra

A nettó külső adósság változásának felbontása

(GDP-arányos tranzakciók, 2006. I. n.év–2011. IV. n.év)



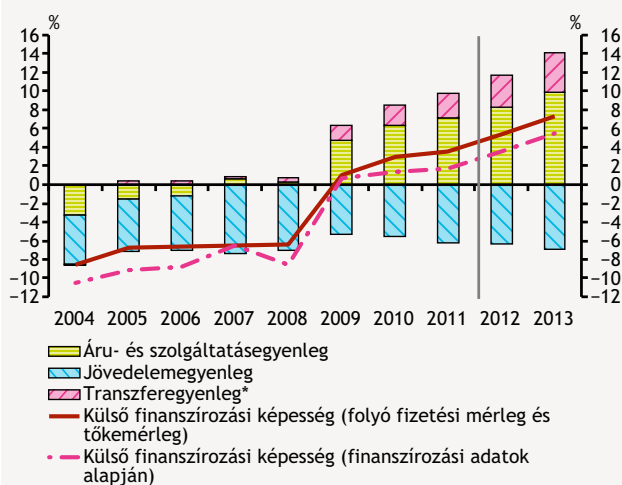
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A külső egyensúlyi pozíciók folytatódó javulására számítunk. A gazdaság visszafogott belső kereslete és az ezzel összefüggő alacsony importkereslet a teljes előrejelzési horizonton magasan tartja a külső egyensúlyi többletet. Az év második felétől a várhatóan élénkülő exportteljesítmény is újra hozzájárulhat a külső egyensúlyi többlet emelkedéséhez. Az emelkedő külső finanszírozási képesség az államháztartás és a vállalatok pénzügyi pozíciójának javulása, valamint a lakosság megtakarításainak mérséklődése mellett valósulhat meg. A közelmúltban bejelentett kormányzati intézkedések fogyasztásra gyakorolt hatását a háztartások megtakarításaik egy részének leépítésével tompíthatják. A beruházások visszaesése a korábban vártnál is nagyobb mértékű lehet, amely mellett a vállalati szektor finanszírozási képessége tovább emelkedhet. A külső finanszírozási képesség további emelkedésével összhangban folytatódhat a külső adósságmutatónk korrekciója. A nettó külső adósság jelentősen csökkenhet az előrejelzési horizont végére, amely így már régiós viszonylatban sem számítana kiugrónak.

5-7. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában, 2004–2013)



* A viszonzatlan folyó átutalások és a tökemérleg egyenlegének összege.

Külső egyensúlyi pozíciók a rövid távon kedvezőtlen külső környezet mellett is markánsan tovább javulhat. A gazdaság – folyó fizetési mérleg és tökemérleg összegeként adódó – külső finanszírozási képessége 2012-ben a GDP 5 százaléka, 2013-ban pedig a GDP 7 százaléka körül alakulhat. A kormányzati intézkedések belső keresletet visszafogó hatása a nyomott importon keresztül magasan tarthatja a külső egyensúlyi többletet. A gazdaság exportteljesítménye 2012 második felétől élénkülhet újra, mind a külső keresleti tényezők, mind az autópári export várható hozzájárulásának hatására (5-7. ábra).

A külső és belső keresleti feltételek a külföldre utalt jövedelmek alakulásán keresztül is hozzájárulhatnak a magas külső finanszírozási képességhez. Csak 2013-tól várunk érdemi emelkedést a külföldi tulajdonú vállalatok profitjában, illetve a jövedelemegyenleg hiányában.

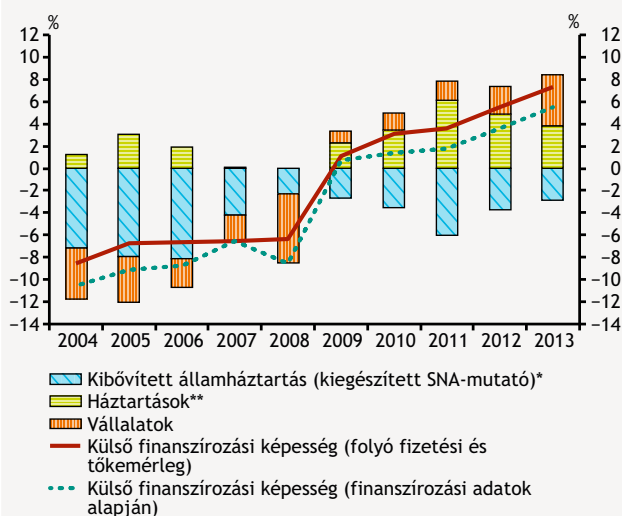
A folytatódó külsőegyensúly-javulás a vállalatok és az államháztartás javuló pénzügyi pozíciója és a lakosság fokozatosan mérséklődő, ugyanakkor továbbra is számottevő mértékű megtakarításai mellett valósulhat meg.

A közelmúltban bejelentett kormányzati intézkedések hatására mérséklődik az államháztartás finanszírozási igénye, ugyanakkor romlik a vállalatok és a lakosság jövedelmi helyzete. A lakosság a reáljövedelem-csökkenés hatását részben megtakarításainak leépítésével ellensúlyozhatja annak érdekében, hogy fogyasztási pályáját minél jobban simítsa. A háztartások megtakarításai így fokozatosan mérséklődhetnek az előrejelzési horizonton, ugyanakkor 2013-

5-8. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása

(GDP arányában, 2004–2013)



* 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 kiesztett 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.

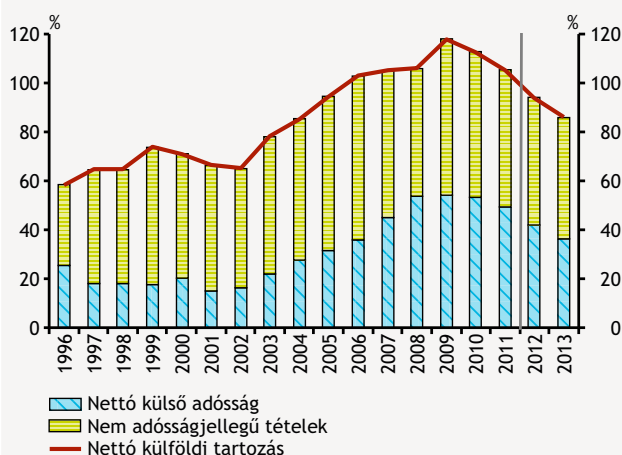
ban még így is a GDP 4 százalékát tehetik ki (5-8. ábra). A csökkenő, ugyanakkor továbbra is magas szinten maradó lakossági megtakarítások a folytatódó fogyasztás-visszaesésen, illetve a gazdaság alacsony importkeresletén keresztül visszatükröződnek a folyó fizetési mérleg többletében. Eközben a vállalatok beruházásai a korábban vártnál is kedvezőtlenebbül alakulhatnak a következő két évben, amely ugyancsak visszafogja az importkeresletet. Ez a vállalati szektor finanszírozási képességének további emelkedésében is tükröződhet. A várhatóan növekvő EU-transzfer felhasználása ugyancsak javítja a vállalatok pénzügyi pozícióját, illetve a transzferegyenlegen keresztül a külső egyensúlyt.

A külső egyensúlyi pozíció további javulása, azaz a belföldi szektorok megtakarításainak emelkedése azt is jelenti, hogy folytatódik a külső források nettó kiáramlása a gazdaságból. A részben a kedvezőtlen makrofolyamatokkal összefüggő külsőegyensúly-javulás tükröke tehát a külsőadósság- és -tartozásmutatók korrekciója. Az előrejelzési horizont végére a nettó külső adósság a GDP 40 százaléka alá mérséklődhet, így akár az elmúlt évtizedben megfigyelt gyors külsőadósság-növekedés fele is korrigálódhat. A 2011 végi adatok alapján már régiós viszonylatban sem számítana kiugró mértéknek (5-9. ábra).

5-9. ábra

A nettó külsőadósság- és -tartozásmutatók alakulása

(GDP arányában, 1996–2013)



Megjegyzés: Számításainkban a forint árfolyamának változatlanúságát tételeztük fel (az elmúlt három hónap átlagos árfolyamát rögzítve).

5.3. Költségvetési folyamatok

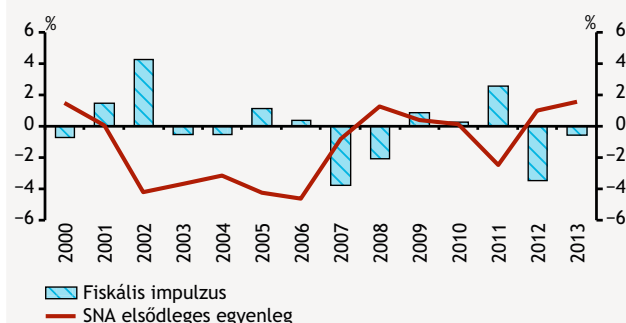
Az elmúlt hónapokban bejelentett költségvetésiegyensúly-javító intézkedések következtében 2012–2013-ban a fiskális politika egyre csökkenő mértékben képes hozzájárulni az aggregált kereslethez. Előrejelzésünk szerint a jelentős, a GDP 2,6 százalékát elérő 2011. évi keresletélénkítést követően – a szabad tartalékok törlését feltételezve – 2012-ben 3,5 százalékpontos, 2013-ban pedig további 0,6 százalékpontos költségvetésikereslet-szűkítés valósulhat meg. Korábbi előrejelzésünkhöz képest tehát 2012–2013-ban a fiskális keresleti hatás tovább csökkent, elsősorban az azóta ismertté vált, elsősorban a Széll Kálmán-terv 2.0 bevételnövelő intézkedései révén.

2012-ben az aggregált keresleten keresztül érvényesülő erőteljes negatív fiskális impulzus az inflációt mérsékli. A kínálati oldalon azonban a költségvetési szigorítás egyes elemei – különösen az újonnan bevezetett indirekt vállalati adók – érdemi ellentétes irányú hatást fejtenek ki az árdinamikára.

A fiskális keresleti hatás számításának alapjául szolgáló, kiegészített SNA-hiánymutató érdemi csökkenése mögött 2012-re 2,7 százalékos, 2013-ra 2,4 százalékos, a költségvetési szabad tartalékok törlését feltételező GDP-arányos ESA alapú hiány-előrejelzés húzódik meg. Előrejelzésünkben fokozatosan csökkenő hiány- és adósságpályára számítunk. Ez alapján mindkét évben biztosítható a 3 százalék alatti hiány elérése, ugyanakkor a hiány várhatóan kismértékben meghaladja a kormányzati célokat.

5.3.1. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS⁶

5-10. ábra
A fiskális impulzus és az elsődleges SNA-egyenleg historikus alakulása
(a GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik az SNA elsődleges egyenleg változásával. 2. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2012–2013-ban.

A 2011-es, keresleti szempontból élénkítő jellegű fiskális politikát 2012-ben jelentős, a GDP 3,5 százalékára tehető költségvetésikereslet-szűkítés követi. 2013-ban pedig további 0,6 százalékpontos negatív keresleti hatással szembesülhetnek a szektorok (5-10. ábra).⁷

Az idei év első öt hónapjáról rendelkezésünkre álló adatok alapján a szigorítás mind az adóintézkedések következtében bekövetkező jelentős bevételnövekedésben, mind a kiadási oldalon tapasztalható szorosabb kormányzati kontrollban tetten érhető. Ugyanakkor a korábban vártnál kedvezőtlenebb növekedési környezet már érezhető a bevételi folyamatokban.

2011-ben az egyszeri hatások, azaz a nyugdíjpénztári reálfizetés és az Európai Bíróság döntése miatti áfa-visszatérítés összesen a GDP 1,5 százalékának megfelelő

⁶ A fiskális impulzus, azaz a költségvetés által generált keresleti hatás, azt mutatja meg, hogy a költségvetési intézkedések, folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. A fiskális impulzust a kiegészített elsődleges SNA-egyenleg változásával számszerűsítjük. Az SNA-egyenleg az államháztartás kvázifiskális tevékenységet is figyelembe vevő kibővített eredményszámla-egyenlegmutatója. Az elsődleges egyenlegben a kamatkifizetések mellett kiszűrtük az MNB pénzügyi pozíció-változásának hatását is. A fiskális keresleti hatás számszerűsítésekor a költségvetés szabad tartalékainak törlését feltételezzük.

⁷ A fiskális impulzus alakulását a Központi Statisztikai Hivatal által összeállított nemzeti számláknak megfelelő szerkezetben mutatjuk be. Számaink azonban eltérhetnek a KSH által közölt adatoktól a kiegészített SNA-egyenlegben alkalmazott korrekciók miatt.

5-1. táblázat**A fiskális impulzus változása a KSH elszámolásának szerkezetében***(a GDP százalékában)*

	2011	2012	2013
I. Fiskális impulzus összesen (1+2+3)	2,6	-3,5	-0,6
1) Impulzus a háztartásoknak	2,1	-1,0	-0,8
1.1 Reálhozam-kifizetés	0,8	-0,8	0,0
1.2 Egyéb intézkedések	1,3	-0,2	-0,8
2) Nettó indirekt adók*	0,2	-1,1	-0,7
3) Egyéb (vállalatok, külföld, kormányzati vásárlás)	0,2	-1,4	1,0
3.1 Áfa-visszatérítés a vállalatoknak	0,7	-0,7	0,0
3.2 Fel nem osztható tételek	-0,5	-0,6	1,0
Egyszeri hatások összesen (1.1+3.1)	1,5	-1,5	0,0

* A nettó indirekt adók kategóriája azokat a tényezőket foglalja magában, amelyek a piaci árak és az alapárak különbözetén keresztül befolyásolják a GDP-deflátor alakulását és közgazdasági értelemben is szignifikáns hatást gyakorolhatnak az inflációra. Ebben a tételcsoportban számoltuk el a külön-adók jövő évi kivezetéséből származó bevétel-kiesést.

mértékben javították a magánszféra jövedelmi helyzetét. Ezek hatása 2012-ben visszafordul.⁸ További 2 százalékpontnyi szűkítést okoznak idén a kormányzati intézkedések, ezeken belül is leginkább az áfa- és jövedékiadó-emelés, illetve az erőteljes kiadás-visszafogás (5-1. táblázat).

A 2011. évi pozitív keresleti hatás elsősorban a háztartások jövedelmi helyzetét javította (reálhozam-kifizetés, szja-kiengedés). A 2012-ben érvényesülő erőteljes szigorítás ezzel szemben a nettó indirekt adóknál, továbbá a kiadási tételek széles körében érvényesül.⁹ 2013-ban ugyanakkor az intézkedések leginkább a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét csökkentik: bérkompenzáció szűkülése, pénzbeli transzferek visszafogása. Az indirekt adók emelése meghaladja mind a bankadó megfelezése miatt bekövetkező vállalati pozíció javulását, mind pedig a márciusi előrejelzési fordulóhoz képest a 2013-as költségvetési törvényjavaslat alapján megemelt dologi és beruházási kiadásokat.¹⁰

5.3.2. A KÖLTSÉGVETÉS HELYZETE ÉS KILÁTÁSAI

2012-ben az egyensúlyjavító intézkedések és a romló makrogazdasági pálya együttes hatása következtében – a költségvetési szabad tartalékok törlesztését feltételezve – 2,7 százalékos ESA-alapú hiányt várunk. Prognózisunk alapján 2013-ban a hiány további 0,3 százalékponttal javulhat az

⁸ Az egyedi hatásokon belül a GDP 0,8 százalékát képviseli a háztartásoknak tavaly kifizetett magán-nyugdíjpénztári reálhozam kiesése. További 0,7 százalékpont származik abból, hogy az idén már nem jelentkezik az Európai Bíróság döntése miatti, a vállalati szektornak kedvezményező áfa-visszatérítés.

⁹ A nettó indirekt adókat érintő jelentősebb intézkedések az áfakulcs és a jövedéki adó emelése, továbbá itt számoltuk el a gyógyszerkassza nettó kiadásainak a visszafogását is. A kiadási oldalon a dologi és nettó beruházási kiadásoknál, vállalati és lakossági transzfereknél – utóbbinál az egyszeri transzfer kiesésén túlmenően is – jelentkezik szigorítás.

¹⁰ A Széll Kálmán-terv 2.0-ban előirányzott intézkedések hatásának nagyobb része az indirekt adóknál jelenik meg.

előző évhez képest, ami elsősorban a tervezett bevételnövelő intézkedések eredménye.¹¹

A 2012-es ESA-hiányra vonatkozó várakozásunk csökkenése a márciusi prognózishoz képest a távközlési adó bevezetéséhez, a 2011. december végén bejelentett kiadászárolás feltételezett végrehajtásához, valamint egyszeri hatásként a magán-nyugdíjpénztári tagok visszalépésének keretében kapott tőketranszferhez köthető. A fenti hatásokat részben ellensúlyozza az egészségügyi szakdolgozók bérkorrekciója, illetve a romló makrogazdasági környezet kedvezőtlen hatása.

A 2013-as hiány-előrejelzésünk jelentős csökkenését a Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedései okozzák, amelyek összességében 1,7 százalékponttal javítják az ESA-egyenleget március-hoz képest.¹² A benyújtott költségvetési törvényjavaslat értelmében ugyanakkor az elsődleges kiadások érdemben növekednek: a nyugdíj- és nyugdíjszerű kiadások, az állami bérek magasabb szintje (közmunka-program előirányzata, pedagógus-életpályamodell), valamint a kamategyenleg romlása mintegy 0,8 százalékponttal emeli a hiányt. Az önkormányzatok egyenlege ugyancsak kedvezőtlenebb lehet korábbi várakozásunknál, mivel a szektort érintő forráselvonás nagyobb, mint az átadott feladatok kiadásai.¹³

Előrejelzésünk szerint 2012–2013-ban a költségvetési hiány a 3 százalékos küszöbérték alatt maradhat. Az ESA-hiánypályánk ugyanakkor a szabad tartalékok törlését feltételezve is kismértékben meghaladhatja mind 2012-es 2,5 százalékos, mind a 2013-as 2,2 százalékos kormányzati célt) (5-2. táblázat).

5-2. táblázat

Államháztartási egyenlegmutatók

(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
ESA-egyenleg*	4,2	-2,7	-2,4
Kiegészített SNA-egyenleg	-6,0	-3,0	-2,7
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-0,5	-0,7	-0,7
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	-5,5	-2,3	-2,0

* A táblázatban szereplő egyenlegmutatók számításakor a központi költségvetési szabad tartalékok törlését feltételeztük.

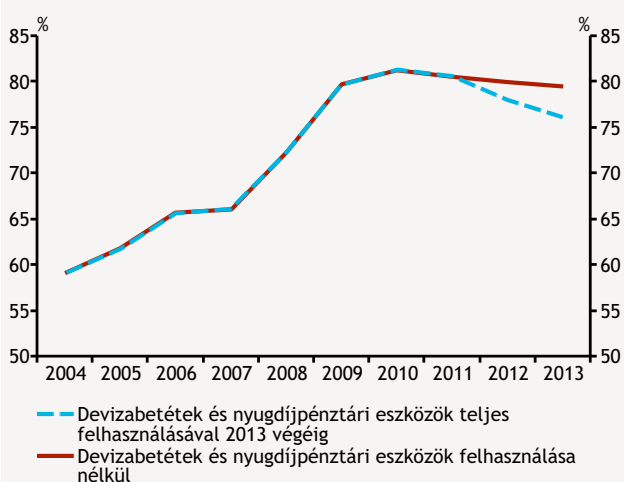
¹¹ A 2013. évi előrejelzésünkben a Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedéseinek, a 2011. decemberi zárolás beépítése, valamint a gyógyszerkasszázt érintő nettó kiadáscsökkentés figyelembevétele mellett feltételeztük, hogy az ágazati különadók kivezetésre kerülnek, a pénzügyi különadó megfizetésének és a biztosítók ilyen adófizetési kötelezettsége megszűnik. Továbbá, a személyi jövedelemadóból teljesen kikerül az ún. fél szuperbruttó komponens, továbbá az alacsony képzettségű foglalkoztatottak után új járulékkedvezmény vehető igénybe, míg a bérkompenzáció miatti szociális hozzájárulási adókedvezmény szűkül, valamint, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó nem kerül kivezetésre, hanem a 2012-es hatályos szabályozás alapján él tovább.

¹² Az 1,7 százalékpont nettó értelemben értendő: figyelembe vettük a közvetlen adóbevétel-kiesés mértékét, illetve a megvalósítással kapcsolatban felmerülő beruházási, fenntartási költségeket is. A pénzügyi tranzakciós illeték költségvetési hatását a vonatkozó benyújtott törvényjavaslat alapján számszerűsítettük.

¹³ Március-hoz viszonyítva elmozdulás következett be az önkormányzatok egyenlegénél, ami a GDP 0,2 százalékaival romolhat az előző előrejelzési fordulóhoz képest 2013-ban. Államháztartási szinten a tervezett feladat- és forráscsoportosítás az önkormányzati szektoron keresztül kismértékű megtakarítást eredményez.

5-11. ábra
Az adósságpálya alakulása változatlan, 2011 végi árfolyamon számítva

(a GDP százalékában)



Jórészt az intézkedések hatására, mind az SNA-hiánypálya, mind a *ciklikusan igazított kiegészített egyenleg* érdemben javul az előrejelzési horizonton. A költségvetésben szereplő szabad tartalékok teljes törlését feltételezve, a ciklikusan igazított középtávú egyenleg közel 2,0 százalékos hiányt mutat előrejelzési horizontunk végén. Tehát egyéb intézkedések nélkül középtávon biztosítható ugyan a 3 százalék alatti deficit, de az kismértékben továbbra is meghaladhatja az Európai Bizottság által elvárt középtávú hiány (MTO) 1,5 százalékos küszöbértékét.

Előrejelzésünk alapján az államadósság várhatóan csökkenni fog 2012–2013-ban, ennek üteme azonban a hiány mellett a finanszírozás módjától és a forint árfolyamától is függ. Amennyiben a költségvetés a rendelkezésére álló finanszírozási tartalékot fenn kívánja tartani (devizabetét, magánnyugdíjpénztáraktól eredő portfólió), akkor – változatlan árfolyam mellett – mérsékelt, évente 0,4–0,7 százalékpontos csökkenés következhet be. A finanszírozási tartalék felhasználása további, mintegy 3 százalékponttal mérsékelheti az adósságrátát.¹⁴

A devizaadósság magas részaránya következtében az adósságráta igen érzékeny a forint árfolyamának alakulására. Minden 10 forintnyi erősödés/gyengülés az árfolyamban körülbelül a GDP 1,3 százalékával javítja/rontja az adósságrátát (5-11. ábra).

¹⁴ Az előrejelzésben figyelembe vettük a magánnyugdíjpénztáraktól az állami nyugdíjrendszerbe 2012-ben visszalépők portfóliójában lévő állampapírok bevonását és a Diákhitel II. konstrukció adósságnövelő hatását.

6. Kiemelt témák

6.1. A Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedéseinek makrogazdasági hatásai előrejelzésünkben

A kormányzat 2012 áprilisában hozta nyilvánosságra Széll Kálmán-terv 2.0 néven új konvergenciaprogramját. A bejelentett intézkedések számottevő költségvetésiegyenlegjavulást céloznak meg 2012-től kezdve. Az egyenlegjavulás zömét új adók biztosítják, melyektől a kormányzat 2014-re a GDP közel 2 százalékának megfelelő többletbevételt vár. Az intézkedések a monetáris politika számára releváns időtávon érdemi inflációs és növekedési hatásokkal járhatnak, így aktuális előrejelzésünkben is kiemelt jelentőséggel bírnak. Az alábbi elemzésben áttekintjük, hogy az új intézkedésektől milyen inflációs és reálgazdasági hatásokra számíthatunk előrejelzési horizontunkon, illetve hosszabb távon.

6.1.1. A FŐBB INTÉZKEDÉSEK

A Széll Kálmán-terv 2.0 által várt egyenlegjavulást zömmel új indirekt adók biztosítják (6-1. táblázat). A távközlési szolgáltatásokra és a banki tranzakciókra kivetett adók, valamint az úthasználati díjak jelentős emelkedése adja a bevételek zömét. Az indirekt adók jellemzően árszintemelő hatással járnak, mivel a termelők továbbhárítják őket a fogyasztók felé. Emellett a gyógyszer-támogatások csökkentése is az árak növekedéséhez vezethet.

6-1. táblázat

A Széll Kálmán-terv 2.0 új intézkedéseinek költségvetési hatása*

(a GDP százalékában)

	2012	2013
Költségvetési szervek és fejezetek kiadáscsökkentése	0,2	0,1
Gyógyszer-támogatási kiadások csökkentése	0,0	0,1
Távközlési szolgáltatási adó	0,1	0,2
E-útdíj	-	0,2
Kutatói és Technológiai Innovációs Alap részére nyújtott központi költségvetési támogatás megszüntetése	-	0,1
Pénzügyi tranzakciók illeték	-	0,9
Energiaellátók jövedelemadójának fenntartása, bővítése	-	0,1
Biztosítási adó	-	0,2
Összesen	0,3	2,0

* A táblázat az MNB júniusi inflációs jelentésében újonnan figyelembe vett intézkedések addicionális bruttó hatásait tartalmazza a GDP százalékában. A tranzakciós illeték esetében a június 20-ig rendelkezésünkre álló költségvetési információkkal összhangban, 280 milliárd forintos bevétellel számoltunk.

A vállalati szférát további elvonások is érintik. Az energia-szolgáltatók által fizetett Robin Hood adó kulcsa emelkedik, és bővül az érintett cégek köre; valamint jelentősen csökken a kutatás-fejlesztéshez nyújtott állami támogatások összege. Végül az állam által közvetlenül támasztott kereslet is mérséklődik, elsősorban a dologi kiadások visszafogása révén.

Az intézkedések várható makrogazdasági következményei nehezen mérhetők fel. A bevezetésre kerülő új adók viszonylag ritkák a nemzetközi gyakorlatban, ezért kevés múltbeli tapasztalatra támaszkodhatunk. Emellett a várható viselkedési hatásokat is nehezen tudjuk felmérni. Különösen nagy bizonytalanság övezi a legnagyobb tételnek számító pénzügyi tranzakciók esetét. Az egyeztetési tárgyalások jelenlegi is zajlanak, ezért a számításainkban figyelembe vett adómérték akár számottevően is módosulhat a végleges költségvetési tervezetben. Hasonló adókat alkalmazó latin-amerikai országok tapasztalatai alapján az adó számottevő jóléti veszteséget okozhat.¹⁵ Egyrészt az adó a banki jövedelemtermelő képesség romlásán keresztül a hitelkínálat további szűkülését eredményezheti. Másrészt az adóalapot tovább erodálhatja, hogy a gazdasági szereplők kevesebb hazai pénzügyi szolgáltatást vehetnek igénybe, például a készpénzhasználat fokozódása, vagy a külföldi banki szolgáltatások erőteljesebb igénybevétele révén. A viselkedési hatások erősödésének valószínűségét növeli, amennyiben az adóteher az érintettek szélesebb körében meghaladja az alkalmazkodás költségét (pl. Magyarországon vezetett számlák külföldi számlákra történő átirányítása). Ezért fontosnak tartjuk kiemelni, hogy az adó minél kisebb adókulccsal, minél szélesebb adóalapra szétterítve kerül kivetésre, a várható viselkedési hatások és makrogazdasági költségek annál kisebbek lehetnek. Hasonló viselkedési hatások a többi adónem esetében sem zárhatók ki, például az internet alapú telefonhívások terjedése, vagy a magyar főúthálózatot elkerülő nemzetközi tranzitforgalom révén.

6.1.2. INFLÁCIÓS HATÁSOK

A várható makrogazdasági következmények leginkább az új indirekt adók megítélésétől függenek. Az adók olyan gazdasági tranzakciókat terhelnek, melyeket részben a lakosság közvetlenül vesz igénybe (pl. banki átutalások), részben pedig vállalatok között zajlanak. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a lakosság által közvetlenül igénybe vett szolgáltatások adótartama közvetlenül emeli a fogyasztóiár-

¹⁵ A vizsgált országokban az adók a GDP 0,3–1,9 százalékát tették ki, és a banki tranzakciók költségét 15–150 bázisponttal emelték. Az adóalapok a bevezetést követő években fokozatosan, de összességében 30–50 százalék közötti mértékben estek vissza. A várható makrogazdasági hatás azonban nem lineáris, és függ attól, hogy milyen típusú tranzakcióra vetik ki. A tapasztalatok összegzéséért lásd pl. MATHESON, T. (2011): Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. *IMF Working Paper*, WP/11/54.

szintet. A vállalati tranzakciókra kivetett adókat pedig olyan költségeknek tekintjük, amely a vállalatok jövedelmezőségét rontja, ezért alkalmazkodást indít be. Ez az alkalmazkodás nemcsak az inflációs alapfolyamatok emelkedését, hanem a beruházások és a munkakereslet csökkenését is eredményezheti.

A közgazdasági elmélet alapján a gazdasági szereplők tranzakcióira kivetett adók végső soron – az áfához hasonlóan – a fogyasztást terhelik. Ezért elvileg azzal a feltevessel élhetnénk, hogy az áfához hasonló mértékben emelkedik az árszint az adók hatására, ami a korábbi áfabegyűrűzések tapasztalataiból kiindulva, mintegy 3 százalékos árszintnövekedést eredményezne. Ám a kép ennél árnyaltabb, két oknál fogva.

Egyrészt, mivel a termelők nem igényelhetik vissza az adót, a végső fogyasztókra eső teher nagyban függ attól, hogy milyen hosszúak a termelési láncok, milyen piacszerkezet jellemzi őket, illetve ezeken a részpiacokon mekkora a kereslet ár rugalmassága. Emellett az is befolyásolja a hazai fogyasztókra eső adó nagyságát, hogy az országban működő vállalatok tranzakcióinak mekkora hányada kapcsolódik a belföldi kereslet kielégítéséhez, illetve az exporthoz (vagy az útdíj esetében a tranzitforgalomhoz).

Másrészt az adók árszintnövelő hatása nemcsak az árak adótartalmát emeli, hanem az adószűrt inflációban is megjelenik. A háztartások által végzett tranzakciók körében elvileg nyomon követhető az áthárítás mértéke, így itt az adótartam emelkedésével számolhatunk.¹⁶ Ám a termelők egymás közötti tranzakcióinak adótartama statisztikailag nem szűrhető ki az árszintből, mivel a termelők ezeket az adókat nem igényelhetik vissza, így nincs információ a különböző termelők közötti továbbhárítás mértékéről. Így a gazdasági szereplők a termelési költségek növekedését az inflációs alapfolyamatok emelkedéseként érzékelhetik, ami befolyásolhatja jövőbeli árazási és bérezési döntéseiket. Ebből a szempontból a termelésre kivetett adók hasonló hatásokkal járnak, mint más költségsokkok, például az olajár emelkedése.

A fenti megfontolások alapján a vállalkozói tranzakciókat terhelő adókat olyan költségeknek tekinthetjük, amely fokozatosan gyűrűzik be az adószűrt árszintbe, ezáltal másodköros inflációs hatásokat generálhat. Továbbá a vállalatok az áremelésen kívül más csatornákon keresztül is próbálhatják helyreállítani jövedelmezőségüket: visszafoghatják beruházási aktivitásukat, illetve javíthatják működési hatékonyságukat, ami mérsékeltebb munkakereslethez és

¹⁶ A mérést ugyanakkor nehezíti, hogy a fogyasztók jellemzően szolgáltatáscsomagokra fizetnek elő. Így elképzelhető, hogy a szolgáltatók nem az egyedi tranzakciók árában, hanem az előfizetési, illetve számlavezetési díjakban hárítják át az adókat.

bérfizetésekhez vezethet. Végül elképzelhető, hogy az erős piaci verseny hatására egyes vállalatok jövedelmezősége tartósan csökken. Az egyes alkalmazkodási csatornák jelentősége a vállalatok jellemzőitől függően változhat. Például az exportőr cégek a versenyző világpiacon árelfogadók lehetnek, ezért nem képesek külföldi vevőikre áthárítani az adókat – így esetükben a reálgazdasági alkalmazkodás erősebb lehet. Előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy a vállalati szektor minden lehetséges alkalmazkodási csatornát igénybe vesz, így az adóterhelés szétterítve jelenik meg, egyszerre eredményezve magasabb inflációt és alacsonyabb reálgazdasági aktivitást.

Márciusi előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a 2012. évi áfaemelés árszintemelő hatásának kikutatását követően az infláció 2013 elején elérheti a 3 százalékos célt. Aktuális előrejelzésünkben 2013-ra is cél feletti inflációt várunk, amely döntően az új adóintézkedések következménye. Becslésünk szerint a lakosságot közvetlenül érintő adók és intézkedések kb. 0,5 százalékkal emelik a fogyasztói árszintet. Emellett a vállalati költségeket emelő intézkedések összességében további 0,8 százalékkal növelnék az árszintet 2013–2014-ben – ugyanakkor e hatást előrejelzésünkben tompítja a kereslet visszaesése, valamint a monetáris politika szisztematikus reakciója a magasabb inflációs alapfolyamatokra.

6.1.3. NÖVEKEDÉSI HATÁSOK

A Széll Kálmán-terv 2.0 több csatornán keresztül érinti a növekedést. Egyrészt csökken az állam által közvetlenül támasztott kereslet, az emelkedő infláció csökkenti a reáljövödelmek bővülését és ezen keresztül a fogyasztás, végül az új adók bevezetésével a vállalatok jövedelmezősége is csökken. A romló profitabilitásra válaszul a cégek mérsékelhetik beruházásaikat és munkakeresletüket. A reálgazdasági hatások további csatornája, hogy a pénzügyi tranzakciós illeték tovább rontja a bankszektor jövedelmezőségét. Egyrészt azért, hogy a bank nem tudja teljes mértékben az ügyfeleire hárítani az új illetéket, másrészt azért, mert az adó teljes vagy részleges áthárítása esetén egyes, könnyen külföldre telepíthető vagy alacsony haszonkulcsú pénzügyi tevékenységek esetében jelentős mértékben csökkenhet a hazai bankok pénzforgalma. A riport lezárásakor még nem volt egyértelmű, hogy mely pénzügyi tranzakciókat fog terhelni az illeték, így e hatások egyelőre nem becsülhetők meg. Mindenesetre a bankrendszer jövedelmezőségének tartós romlása miatt erősödhet a külföldi források kiáramlása, ami a hitelkínálat további szigorodásához vezethet. A hitelszűke visszaveti a beruházási aktivitást, és ezen keresztül a termelési kapacitások még lassabb bővülését okozhatja.

A növekedési hatások megítélését nehezíti, hogy az újonnan bevezetésre kerülő adók viszonylag ritkák, és kevés ismerettel rendelkezünk a várható viselkedési hatásokról. Ugyanakkor korábbi empirikus kutatások alapján adható becslés az intézkedéscsomag makroszintű hatásaira. A fiskális politika reálgazdasági hatásait az irodalom változatosan ítéli meg. Abban azonban mutatkozik egyetértés, hogy az adóváltozások rövid távon kevésbé hatnak a gazdasági növekedésre, mint a kiadási oldali intézkedések, míg hosszabb távon a kiadásoldali kiigazító csomagok hoznak kedvezőbb makrogazdasági teljesítményt. Az empirikus kutatások a GDP 1 százalékát kitevő adóemelés hatására az első évben a GDP kb. 0,2–0,3 százalékos csökkenését mutatják ki, míg ugyanilyen mértékű kiadáscsökkentés 0,7–0,9 százalékkal vetheti vissza a kibocsátást.¹⁷ Ugyanakkor gyenge konjunkturális környezetben, hitelszűke mellett a háztartások és vállalatok likviditási korlátai szigorúbbak; ráadásul a bankrendszer hitelezési képessége és hajlandósága az intézkedések hatására tovább csökkenhet. Ezért a likviditáskorlátos gazdasági szereplők rövid távon érzékenyebben reagálhatnak jövedelmeik változására.¹⁸

A 2012–2013 évek összesített gazdasági növekedésére vonatkozó várakozásunkat a márciusi előrejelzésünkhöz képest 1,7 százalékkal csökkentettük. Míg az idei kilátások romlását nagyobb részben a nemzetközi konjunktúra visszaesése magyarázza, addig a lassabb 2013. évi növekedés döntően az új költségvetési intézkedések következménye előrejelzésünkben.

Az intézkedések a kereslet mellett a gazdaság kínálati potenciálját is érinhetik, ami a hosszabb távú növekedési kilátásokat is befolyásolja. A kínálati hatások elsősorban abból fakadnak, hogy az adók emelik a tőke költségét (azaz a befektetésektől elvárt bruttó hozamot), amire a vállalatok tőkeállományuk leépítésével reagálnak. Ezt a hatást azonban részben vagy egészben ellensúlyozhatja, hogy a fiskális fenntarthatóság javulása miatt a külső finanszírozási költségek mérséklődhetnek. Ez utóbbi hatásnak ma még a nagyságrendjét is nehéz megbecsülni, ugyanis a szuverén adósságválság kitörése óta a pénzpiacok rendkívül hektikusan reagálnak mind a költségvetési egyenleg, mind a rövid távú növekedési hatások alakulására. További bizonytalanságot jelent, hogy a pénzügyi szektor jövedelemtermelő képességét érintő intézkedések milyen hatással lesznek a külső források megújíthatóságára, illetve annak költségeire.

¹⁷ További különbségek mutatkoznak az egyes adónemek és kiadási kategóriák reálgazdasági hatásai között. Modellszimulációk alapján a fogyasztási típusú adók emelésének rövid távú növekedési áldozatai kisebbek lehetnek, mint a munkavállalási és beruházási döntéseket jobban torzító jövedelemadóknak. Bővebben lásd: *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2011. június, 6.2. fejezet (Fiskális kiigazítások reálgazdasági hatásai).

¹⁸ Lásd: IMF Fiscal Monitor, April 2012, International Monetary Fund, Washington D.C.

6-2. táblázat

A Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedéseinek becsült hosszú távú hatásai*

	Széll Kálmán-terv 2.0	Széll Kálmán-terv 2.0, +50 bp tőke költség (romlás)	Széll Kálmán-terv 2.0, -50 bp tőke költség (javulás)
GDP	-2,1%	-6,0%	1,7%
Foglalkoztatás	-0,3%	-1,0%	0,3%
Tőkeállomány	-5,4%	-15,0%	4,3%

* A becslés Benczúr et al. (2011) modelljével készült, a június 20-ig rendelkezésre álló költségvetési információk alapján.

Az adó- és transzferrendszer hatásainak elemzésére szolgáló modellel¹⁹ végzett szimulációk alapján bevezetésre kerülő adók hosszú távon 2 százalékkal csökkenthetik a potenciális kibocsátás szintjét (6-2. táblázat). A modell nem képes endogén módon megjeleníteni a befektetésektől elvárt hozam változásait, melyek a fiskális pozíció fenntarthatóságának változásából, vagy a befektetői környezet tartós megváltozásából fakadhatnak.²⁰ Ezért illusztratív céllal olyan alternatív szimulációkat is bemutatunk, melyekben az elvárt hozam a fenti megfontolások alapján tartósan csökken vagy emelkedik. E vizsgálatok alapján a hazai reálgazdasági befektetésektől elvárt hozam tartós mérséklődése ellensúlyozhatja az adók negatív hatásait. Másfelől, amennyiben az intézkedések tartósan rontják a befektetői környezetet, és ez az elvárt hozam tartós emelkedéséhez vezet, a hosszú távú reálgazdasági költségek jóval magasabbak is lehetnek.

6.1.4. ÖSSZEGZÉS

A Széll Kálmán-terv 2.0 keretében bevezetett új adóintézkedések makrogazdasági hatásai csak jelentős bizonytalansággal becsülhetők meg. Ennek fő oka, hogy kevés információval rendelkezünk az adóalapokról, így a viselkedési hatásokról. Ezek különösen a pénzügyi tranzakciók esetén lehetnek jelentősek: nemzetközi tapasztalatok alapján az adóalap csökkenésével, és emiatt a hitelezés szűkülésével járhat az adó bevezetése.

A lakossági tranzakciókat terhelő adók közvetlenül emelhetik az árszintet. Emellett a vállalkozási tranzakciókra kivetett adók olyan költségsokkot jelentenek a cégek számára, melyre áremeléssel, valamint a beruházások elhalasztásával és munkakeresletük csökkentésével reagálhatnak. Emellett a magasabb adóteher a tőkeköltség emelésén keresztül a kínálati kapacitásokat is csökkentheti. A hosszú távú hatásokat érdemben befolyásolja a befektetők kockázater-

¹⁹ Bővebben lásd: BENCZÚR P.–KÁTAY G.–KISS Á.–REIZER B.–SZOBOSZLAI M. (2011): Az adó- és transzferrendszer változásainak elemzése viselkedési mikroszimulációs modell segítségével. *MNB-szemle*, október.

²⁰ A modellben a reálgazdasági befektetésektől elvárt hozam (a tőkeköltség) alakítja a beruházási döntéseket. Ennek országspecifikus kockázatokat tükröző komponense nem szükségszerűen feleltethető meg a hazai pénzügyi eszközök kockázati felárának. Korábbi számítások szerint a tőke elvárt hozama Magyarországon 1995 és 2005 között trendszerűen évente kb. 35-40 bázispontot esett, amiben jelentős szerepet játszott Magyarországnak mélyülő gazdasági integrációja és az EU-csatlakozás. Hasonló számítások szerint a tőkeköltség 2005 és 2008 között stagnált. E becslések alapján a mikroszimulációs modellben 15,2 százalékra kalibráltuk a tőke elvárt hozamát. A magyarországi tőkeköltségről bővebben lásd pl.: KÁTAY G.–WOLF Z. (2004): Investment Behavior, User Cost and Monetary Policy Transmission. *MNB Working Papers*, 2004/12.

zékülésének változása: a hazai reálgazdasági befektetésektől elvárt hozam tartós csökkenése semlegesítheti a negatív hatásokat, míg az elvárt hozam tartós emelkedése felerősítheti azokat.

7. A 2012. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

A piaci és a szabályozott árak hatása inflációs előrejelzésünkre*

	CPI-hatás 2012-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	0,5	0,6
Piaci	0,7	1,5	2,2
Indirekt adók és intézkedések	0,5	1,9	2,4
CPI	1,4	3,9	5,3

* A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó 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 áthúzó 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. Technikai áfahatás figyelembevételével.

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra*

	2012				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,4	0,1	3,4	1,2	4,3
nem feldolgozott	-3,3	0,0	4,9	1,6	2,9
feldolgozott	1,2	0,2	2,6	1,0	5,1
Ipari termékek	0,9	0,2	0,3	1,3	2,7
tartós	-0,3	0,0	-0,9	0,8	-0,5
nem tartós	1,2	0,2	0,9	1,5	3,9
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,7	1,8	4,5
Piaci energia	3,0	0,0	4,3	1,6	9,1
Alkohol, dohány	0,2	2,8	1,9	6,8	12,0
Benzin	5,2	1,2	2,5	1,6	10,9
Szabályozott árak	0,6	0,7	2,5	1,3	5,2
Fogyasztóiár-index	0,8	0,5	1,9	1,9	5,3
Maginfláció	0,9	0,5	1,4	2,1	4,9

* A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó 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 áthúzó 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. Technikai áfahatás figyelembevételével.

A Magyar Nemzeti Bank kiadványai

A Magyar Nemzeti Bank valamennyi gazdasági, pénzügyi kiadványa letölthető az MNB honlapjáról. A kiadványok 2009-től csak elektronikus formában jelennek meg: <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok>.

Tanulmányok

MNB-szemle / MNB Bulletin

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_szemle_cikkek

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A kiadványban megjelenő rövid cikkek célja az, hogy közérthető formában, rendszeresen tájékoztassák a szakmai és a szélesebb közvéleményt a gazdaságban végbemenő folyamatokról, aktuális kérdésekről és a jegybanki kutatómunka közérdeklődésre számot tartó eredményeiről. A kiadvány elsősorban az üzleti szféra szereplőinek, egyetemi oktatóknak és hallgatóknak, elemzőknek és a más jegybankokban, nemzetközi intézményekben dolgozóknak az érdeklődésére tarthat számot.

MNB-tanulmányok / MNB Occasional Papers

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok

Magyarul és/vagy angolul, rendszertelen.

A sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzések kerülnek nyilvánosságra. A sorozat célja a monetáris politika átláthatóságának növelése. A tanulmányok jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, ismertetik az előrejelzési tevékenység technikai részleteit, és közzéteszik a döntés-előkészítés során felmerülő közgazdasági kérdéseket is.

MNB Working Papers (MNB-füzetek)

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek

Csak angolul, rendszertelen.

A kiadványsorozat a jegybankban készült elemzési és kutatási munkák eredményeit tartalmazza. A sorozatban megjelenő tanulmányok elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatók érdeklődésére tarthatnak számot, és céljuk, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözzék, amelyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban.

Rendszeresen megjelenő kiadványok

Jelentés az infláció alakulásáról / Quarterly report on inflation

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról / Report on financial stability

Magyarul és angolul, évente két alkalommal.

Éves jelentés: A Magyar Nemzeti Bank adott évről szóló üzleti jelentése és beszámolója / Annual report: Business report and financial statements of the Magyar Nemzeti Bank

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

Féléves jelentés: Beszámoló az MNB adott félévi tevékenységéről

Csak magyarul, évente egy alkalommal.

Időközi jelentés: Beszámoló az MNB adott negyedévi tevékenységéről

Csak magyarul, évente két alkalommal.

Elemzés a konvergenciafolyamatokról / Analysis of the convergence process

Magyarul és angolul, évente-kétévente.

Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára / Senior loan officer opinion survey on bank lending practices

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

Elemzés az államháztartásról / Public finance review

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A jegybank alkalmanként a felsoroltakon kívüli kiadványokat is megjelentet.

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. június

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

