

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2012. december



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
2012. december

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: dr. Simon András  
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1585-020X (on-line)

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 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 tanácsadója irányította. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

Antal Judit, Baksa Dániel, Baksay Gergely, Berki Tamás, Bodnár Katalin, Csaba Iván, Csortos Orsolya, Dancsik Bálint, Fábián Gergely, Fehér Csaba, Gereben Áron, Hoffmann Mihály, Horváth Dániel, Hosszú Zsuzsanna, Hudák Emese, Kékesi Zsuzsa, P. Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Kiss Tamás, Koroknai Péter, Kovalszky Zsolt, Kóczyán Balázs, Krusper Balázs, Kucsera Henrik, Kuti Zsolt, Lehmann Kristóf, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Molnár György, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, Rácz Olivér, Schindler István, Soós Gábor Dániel, Szabó Lajos, Szilágyi Katalin, Tamás Bálint, Tóth Daniella, Tóth Máté Barnabás, Várhegyi Judit, Várpalotai Viktor, Virág Barnabás, Vonnák Balázs, Zsinka Edit

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. december 12-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*

## TARTALOM

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése .....	3
1 Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	7
1.1 Inflációs előrejelzésünk .....	8
1.2 Reálgazdasági előrejelzésünk .....	11
1.3 Munkaerő-piaci előrejelzésünk .....	15
2 Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	18
3 Makrogazdasági helyzetértékelés .....	20
3.1 Nemzetközi környezet .....	20
3.2 Aggregált kereslet .....	24
3.3 Termelés és potenciális kibocsátás .....	29
3.4 Foglalkoztatás és munkapiac .....	32
3.5 A gazdaság ciklikus pozíciója .....	34
3.6 Költségek és infláció .....	36
4 Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	42
4.1 Hazai pénzpiaci folyamatok .....	42
4.2 Pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói .....	47
5 A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	50
5.1 Külső egyensúly és finanszírozás .....	50
5.2 Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	52
5.3 Költségvetési folyamatok .....	54
6 Kiemelt témák .....	60
6.1 Tényezők a hazai termelékenység-romlás hátterében .....	60
7 A 2012. és 2013. évi átlagos fogyasztói árindex felbontása .....	67

## Az Inflációs Jelentés keretes írásainak jegyzéke

1-1. keretes írás: A 2013-as inflációs előrejelzésünk változásának legfontosabb okai .....	9
1-2. keretes írás: A vállalati adóterhek hosszú távú emelkedésének hatásai .....	13
3-1. keretes írás: Exportpiaci részesedésünk alakulása az elmúlt években .....	27
3-2. keretes írás: A versenyszféra létszám-bővülésének lehetséges okai .....	33
3-3. keretes írás: Az adminisztratív béremelések hatásai a versenyszféra bérezésére .....	40
4-1. keretes írás: Az Európai fedezetlen cds-ügyletek szabályozásának hatása a régiós CDS-felárakra ...	46
5-1. keretes írás: A jegybanki eredmény várható alakulása .....	58

# A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA A MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKRÓL ÉS MONETÁRIS POLITIKAI HELYZETÉRTÉKELÉSE

## Az elmúlt negyedév kamatlépései

A szeptembertől novemberig tartó időszakban a Monetáris Tanács 3 lépésben összesen 75 bázisponttal csökkentette a jegybanki alapkamatot. A Tanács döntései mögött az a megfontolás állt, hogy a gyenge kereslet előretételezve jelentős dezinflációs hatást fejt ki, ami az inflációt rövid távon magasan tartó költségsokkok kifutásával egyre inkább előtérbe kerülhet, segítve az inflációs cél elérését. Ebben az időszakban a globális kockázati étvágy jelentősen erősödött, ami a magyar kockázati felárakat érdemben mérsékelte, növelve a monetáris politika mozgásterét.

Novemberi közleményében a Monetáris Tanács jelezte, hogy további kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok folytatódnak és a középtávú inflációs kilátások a céllal összhangban alakulnak.

## Makrogazdasági folyamatok és kilátások

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi folyamatokat erős kettősség jellemezte. A pénzpiaci hangulat javult, miközben az eurozóna az idei évben ismételtelen recesszióba került, a világgazdaság növekedési kilátásai romlottak. A kockázatvállalási hajlandóság emelkedéséhez elsősorban az európai válság kezelésével kapcsolatos bejelentések és az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazítási programja járult hozzá. A Monetáris Tanács azt feltételezi, hogy az európai válságkezelő intézkedések beváltják a hozzájuk fűzött reményeket, és a következő két évben az európai konjunktúra fokozatosan élénkülhet.

A javuló kockázati megítélés és a visszafogott reálgazdasági teljesítmény közötti kettősség a hazai folyamatokban is megfigyelhető. Az első negyedévi jelentős visszaesést követően kisebb mértékben, de a második és a harmadik negyedévben is csökkent a kibocsátás. A GDP visszaeséséhez belső és külső tényezők egyaránt hozzájárultak. Míg a külső piacokon tapasztalt lassulás az export bővülését fékezi, a válság előtt felhalmozott magán- és kormányzati adósságok leépítése érdekében tett lépések, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet tartósan visszafogják a belföldi keresletet. Eközben az erősödő kockázatvállalási hajlandósággal jellemezhető nemzetközi környezetben a hazai pénzügyi piaci eszközök felára is számottevően mérséklődött.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gazdaság növekedési kilátásai romlottak, a kibocsátás a következő két évben is csak mérsékelt ütemben bővíthet. A növekedés forrása a gyengébb külső kereslet mellett is az export marad, miközben a belső kereslet visszafogottan alakulhat. Tovább folytatódik a hazai szereplők mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás jövőre tovább csökkenhet, amit csak 2014-től követhet lassú élénkülés. A tartósan alacsony beruházási aktivitás, és a tartósan magasan maradó munkanélküliség következtében a gazdaság potenciális kibocsátása az elkövetkező két évben is alig bővíthet.

Az elmúlt években a munkapiaci aktivitás folyamatosan bővült, a vállalatok azonban a gyenge keresleti környezetben csak korlátozottan képesek felszívni a többlet munkakínálatot. Az idei évben jelentősen gyorsult a bérek növekedési üteme, amiben számottevő szerepe volt az év eleji adminisztratív béremeléseknek. A bérkompenzációs rendszer bevezetése tompította a magas bérnövekedés költségnövelő hatását, azonban a fajlagos bérköltségek így is emelkedtek és rontották a vállalatok jövedelmezőségi helyzetét.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a munkanélküliség elmúlt években tapasztalt emelkedése részben tartós, strukturális problémákat tükröz, azonban az elkövetkező időszakban a munkapiaci környezet ezt figyelembe véve is laza marad. A gyenge növekedési kilátások és a vállalatok kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzete mellett a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is akadályozza a foglalkoztatás bővülését, ami a versenyszférában csak 2014-ben kezdődhet meg. Bár a jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásának

költségeit, a versenyszektor jövedelmezőségét rontó kormányzati intézkedések további vállalati alkalmazkodást vetítenek előre.

A recessziós környezet ellenére a fogyasztóiár-index az idei évben tartósan az inflációs cél felett alakult. A magas infláció főként a nyersanyagárakkal és a kormányzati indirektadó-emelések hatását tükrözi, miközben az inflációs alapfolyamatok mérsékeltebb dinamikát mutatnak. Előretekintve az infláció rövid távon, főleg a maginfláción kívüli tételek áralakulásának hatására jelentősen mérséklődhet. Középtávon azonban a vállalati szektort terhelő kormányzati adóintézkedések és a minimálbér-emelés az árakon keresztül történő áthárítást erősítik, ami a teljes termelési folyamaton keresztül végiggyűrűző költséginflációs nyomást eredményezhet.

Az inflációs kilátások szempontjából jelentős bizonytalansági tényezőt jelent, hogy a vállalati költségeket emelő intézkedések milyen mértékben, illetve időzítéssel jelennek meg az árakban, és ezt a gyenge belső kereslet milyen mértékben képes ellensúlyozni.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozícióknak javulásának háttérében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll, miközben a jövedelemegyenleg romlik.

A költségvetés hiánya 2012-ben és 2013-ban is a kormányzati célokkal összhangban alakulhat. Az elmúlt hónapokban bejelentett intézkedések jelentős javulást eredményeznek a 2013-as költségvetési egyenlegben. A hiány 2014-ben várható alakulását jelenleg számottevő bizonytalanság övezi. A költségvetés hosszú távú fenntarthatóságát segítheti a kormány alacsony hiány melletti elköteleződése, a potenciális növekedés lassulása azonban ezzel ellentétes hatású lehet.

A kockázati megítélés és a hozamok tartósan kedvező alakulása, így az államadósság fenntarthatósága, valamint a hitelezés támogatása és a befektetői környezet kiszámíthatósága szempontjából a Monetáris Tanács eddigi meggyőződését fenntartva továbbra is fontosnak ítéli az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodást.

### **Monetáris politikai megfontolások**

A makrogazdasági folyamatok várható alakulását számottevő bizonytalanság övezi. A magyar gazdaságot negatív kibocsátási rés és magas infláció mellett érik a vállalatok termelési költségeit emelő újabb kormányzati intézkedések. A monetáris politika számára releváns középtávú inflációs kilátások szempontjából meghatározó, hogy a vállalatok a kedvezőtlen növekedési kilátások mellett milyen módon alkalmazkodnak a termelési költségeik növekedéséhez.

A jövedelmezőség tartós romlása a vállalatokat a beruházási aktivitás további visszafogására ösztönözheti, ami a potenciális kibocsátás növekedésének lassulásához vezethet. A vállalatok rövid távon, adott tőkeellátottság mellett a termelékenység javításával és a bérköltségek visszafogásával tudják helyreállítani a jövedelmezőségüket. A termelési költségeik emelkedését megkísérelhetik továbbá árazásukon keresztül áthárítani, ami a fogyasztói árak emelkedését vonja maga után. Az alkalmazkodási csatornák egymáshoz viszonyított erőssége attól függ, hogy a szabad kapacitások mennyire fegyelmezik az árazást és a bérezést, illetve mennyire horgonyoztak az inflációs várakozások. A monetáris politika arra törekszik, hogy az alkalmazkodás mérsékelt bér- és árdinamika mellett valósuljon meg, annak érdekében, hogy középtávon elérhető legyen a 3 százalékos inflációs cél. A Monetáris Tanács fokozott figyelemmel kíséri az adószűrt maginfláció alakulását.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az elmaradó beruházások és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme számottevően csökkent, a termelésbe bevonható kapacitások leépülésének mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a gazdaság kínálati oldala csak csekélyebb mértékben károsodott, akkor a kihasználatlan kapacitások erősebb dezinflációs hatása következtében kisebb tere van a vállalatoknak arra, hogy árazásukon keresztül áthárítsák a megnövekedett termelési költségeiket. Mindez középtávon mérsékeltebb inflációs dinamikát

eredményezhet, ami lazább monetáris politikával konzisztens. Ezzel szemben, ha a vállalatok az elmúlt években tapasztalt magas inflációs környezet tartós fennmaradására számítanak, a költségnyomás árazáson keresztül történő áthárítása is erőteljesebb lehet. A gazdasági szereplők inflációs várakozásainak emelkedése ugyanakkor az árazási döntések mellett a bérezésben is érvényesülhet, ami középtávon gátolja a jövedelmezőség helyreállítását, és összességében csupán magasabb nominális pályához vezet. A magasabb ár- és bérdinamika melletti vállalati alkalmazkodást a jegybank szigorúbb monetáris politikával tudja megakadályozni.

A monetáris politika mozgásterét érdemben befolyásolja az ország kockázati megítélésének alakulása, ami az elmúlt hónapokban döntően nemzetközi tényezők hatására számottevően javult. Előretekintve a kockázati megítélés alakulását a Monetáris Tanács megítélése szerint kétirányú kockázatok övezik. A gyenge világgazdasági konjunktúra és a globális pénzpiacokat jellemző erős kockázattvállalási hajlandóság kettőssége óvatos monetáris politikát indokol. Ugyanakkor az eurozóna intézményi reformjának előrehaladása, az amerikai költségvetési kockázatok oldódása, valamint a hazai költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatos várakozások javulása növelheti a monetáris politika mozgásterét.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése szerint a kihasználatlan kapacitások magas szintje ellensúlyozza a középtávú inflációs kockázatokat. Ezt alátámasztja, hogy az inflációs alapfolyamatokat jelenleg is mérsékelt dinamika jellemzi, az inflációt csupán átmeneti tényezők tartják magasan. A kormányzati intézkedések költségnövelő hatásához a vállalati szféra a gyenge keresleti környezetben visszafogott árazás mellett képes csak alkalmazkodni. Az adminisztratív béremelések kifutásával a laza munkapiaci feltételek következtében a bérdinamika is mérséklődhet. Mindezeket figyelembe véve az inflációs cél a monetáris kondíciók lazítása esetén is elérhető. További kamatcsökkentésre kizárólag akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok folytatódnak és a beérkező adatok megerősítik, hogy az inflációs cél a monetáris politika horizontján elérhető.

# AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)

	2011	2012	2013	2014
	Tény	Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>				
Maginfláció <sup>1</sup>	2,7	5,1	5,2	3,7
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,5	3,5	3,4
Fogyasztóiár-index	3,9	5,7	3,5	3,2
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Külső kereslet (GDP alapon) <sup>2</sup>	2,7	0,7	0,8	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	0,5	-1,7	-0,2	0,6
Állóeszköz-felhalmozás	-3,6	-5,1	-0,2	-1,0
Belföldi felhasználás	0,1	-3,8	-0,8	0,2
Export	6,3	2,2	2,4	4,8
Import	5,0	-0,1	1,2	3,8
<b>GDP<sup>3</sup></b>	1,6	-1,4	0,5	1,5
<b>Külső egyensúly<sup>4</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,9	2,0	3,7	4,3
Külső finanszírozási képesség	3,3	4,3	6,8	6,9
<b>Államháztartás<sup>4</sup></b>				
ESA egyenleg (a központi szabad tartalékok teljes törlesztését feltételezve)	4,2	-3,7 (-2,7)	-4,4 (-3,0)	-5,2 (-3,8)
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>5,8</sup>	5,0	4,6	3,6	6,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>6</sup>	0,8	1,8	0,3	0,5
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>7</sup>	5,4	7,0	4,9	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>6</sup>	1,4	1,4	-0,3	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>6,8</sup>	5,3	7,6	2,8	1,5
Lakossági reáljövedelem <sup>9</sup>	2,3	-4,2	0,2	0,3

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

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

<sup>3</sup> A 2012-re vonatkozó előrejelzés naptárhatást is tartalmaz.

<sup>4</sup> A GDP arányában.

<sup>5</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

<sup>6</sup> December: a KSH munkaerő-felmérése, szeptember: az előrejelzésben a közmunkásokkal korrigáltunk, itt a szeptemberi előrejelzés korrekció nélkül szerepel.

<sup>7</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>8</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

<sup>9</sup> MNB becslés.

# 1 INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

A stáb előrejelzése endogén kamatpályán alapuló előrejelzés, mely az MNB-ben fejlesztett Monetáris Politikai Modellre épül<sup>1</sup>. A modellben a monetáris politika reakcióit döntően a monetáris politika számára releváns időhorizonton várható infláció középtávú inflációs céltől vett eltérései és a gazdaság ciklikus pozíciójáról kialakított képünk befolyásolják. A reakciófüggvény egyes változókra vett érzékenységet a stáb a Monetáris Tanács múltbeli döntései és nemzetközi tapasztalatok alapján kalibrálta. A stáb előrejelzései számos területen feltevésekre épülnek. Tekintve, hogy az alkalmazott feltevéseket jelentős bizonytalanság övezheti, ezért a tanács döntéseiben a modell eredményei mellett további információkat is figyelembe vesz. Ennek megfelelően a modell által implikált kamatpálya értékes információt szolgáltat a Monetáris Tanács döntéseire, de nem feltétlenül esik egybe a tanács mindenkorai döntéseivel.

A magyar gazdaságot továbbra is gyenge konjunkturális helyzet jellemzi. Az elmúlt időszak makrogazdasági adatai azt mutatják, hogy a belső kereslet változatlanul visszafogott, miközben felvevőpiacaink gazdasági teljesítménye is mérséklődik. A gazdaság számottevő szabad kapacitásokkal rendelkezik, a kibocsátási rés negatív. A gyenge kereslet árleszorító hatása ellenére az indirekt adó emelések és a nyersanyagárak emelkedése az idei évben a 3 százalékos cél fölött tartotta az inflációt. A foglalkoztatás a recessziós környezetben is bővült, miközben az adminisztratív intézkedések általánosan magas bérdinamikához vezettek. A fajlagos bérköltség emelkedése, a növekvő nyersanyagárak és az egyes ágazatokat terhelő különadók a vállalati jövedelmezőség romlását okozták.

Az elmúlt időszakban ismertté vált kormányzati intézkedések döntően a versenyszféra adóterhelésének tartós növelésén keresztül biztosítják a 2013-as költségvetési hiánycél elérését. A vállalatok termelékenységének növekedését meghaladó adminisztratív béremelések szintén a vállalatok termelési költségeinek emelkedését eredményezhetik. Ennek megfelelően előrejelzésünket a gyengülő konjunkturális helyzet mellett döntően a vállalatok kormányzati intézkedésekhez történő alkalmazkodása határozza meg. Az egyes ágazatokat érintő intézkedések költségnövelő hatása a terhek részleges áthárításán keresztül a teljes vállalati szektorban érvényesül. A tovább gyengülő jövedelmi helyzethez a vállalatok részben a foglalkoztatás és a bérezés visszafogásán keresztül, részben az értékesítési árak emelésével reagálhatnak. A gyenge keresleti környezetben a fogyasztói árakba történő továbbhárítás csak fokozatosan történik meg, de alappályánk feltételezése szerint az előrejelzési horizonton már a fogyasztói kosár széles körében megjelenik. A romló profitabilitás a beruházások visszafogásán keresztül egyrészt tovább mérsékli a belső keresletet, másrészt a termelői kapacitásokra gyakorolt kedvezőtlen hatása miatt a potenciális növekedési ütemet is csökkentheti. A bérköltségek mérséklése elsősorban a minimálbér-emelés által nem érintett foglalkoztatottak alacsonyabb béremeléseiben és a rendszeres béren kívüli juttatások visszafogásában jelentkezhet.

2013-ban a kedvezőtlen keresleti környezet ellenére növekedhet a háztartások jövedelmeinek vásárlóértéke, amelyben fontos szerepe van a kormányzati intézkedéseknek. A bizonytalan gazdasági környezet, a tartósan gyenge hitelaktivitás és a válság előtt felhalmozott adósság folytatódó leépítése azonban még évekig visszafogja a belföldi keresletet, miközben külső piacainkon csak lassú élénkülésre számíthatunk. Ezzel összhangban az idei évi visszaesést követően az előrejelzési horizonton csak mérsékelt gazdasági növekedést prognosztizálunk. A kibocsátás mindvégig a potenciális szintje alatt alakul.

A lakossági energia árak csökkentése rövidtávon számottevően mérsékli a fogyasztói inflációt. A vállalatok növekvő termelési költségei a jövő év közepétől azonban fokozatosan emelik az inflációt.

<sup>1</sup> A modelltől bővebben írtunk a 2011. márciusi Jelentés az inflációról alakulásáról című kiadványunk 6.1. alfejezetében, illetve a Horváth Ágnes - Köber Csaba - Szilágyi Katalin: Az MNB monetáris politikai modellje, az MPM című tanulmányban (MNB Szemle, 2011. június)

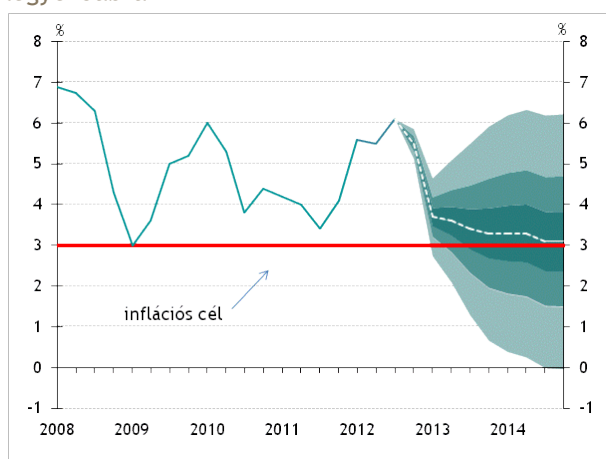
alappolyamatokat. A magasabb költségek részleges továbbhárítását követően ismét a negatív kibocsátási rés hatása lehet a meghatározó, így az inflációs cél 2014 második felében válik elérhetővé.

Az előrejelzéssel konzisztens kamatpályát meghatározó makrogazdasági tényezők továbbra is ellentétes irányba mutatnak. A negatív kibocsátási rés önmagában lazább monetáris politikát indokolna. A gyenge kereslet dezinflációs hatásának azonban ellene hat a vállalatok termelési költségeinek emelkedése. Alap-előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a vállalatok – a gyenge keresleti környezet ellenére – részben az árazáson keresztül alkalmazkodhatnak, ami inflációs nyomást okozhat. Ugyanakkor a költségbegyűrés időbeli és nagyságrendi lefutását jelentős bizonytalanság övezi. Alap-előrejelzésünkben a horizont első felében a szigorítás és a lazítás irányába mutató tényezők kioltják egymást, kamatcsökkentésre a költséginflációs nyomás lecsengésével nyílik tér.

## 1.1 Inflációs előrejelzésünk

Az infláció rövid távon jelentősen mérséklődhet, ami elsősorban a szabályozott árak bejelentett csökkentéséhez köthető. A maginfláció ugyanakkor középtávon fokozatosan emelkedhet, mivel a vállalati adóterhek jelentős növelése a termelési láncon átgyűrűzve a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében az inflációs nyomás erősödését okozhatja. A középtávon jelentkező költségnyomás és a gyenge kereslet teljes előrejelzési horizonton érvényesülő árleszorító hatása mellett az inflációs cél 2014 második felében érhető el.

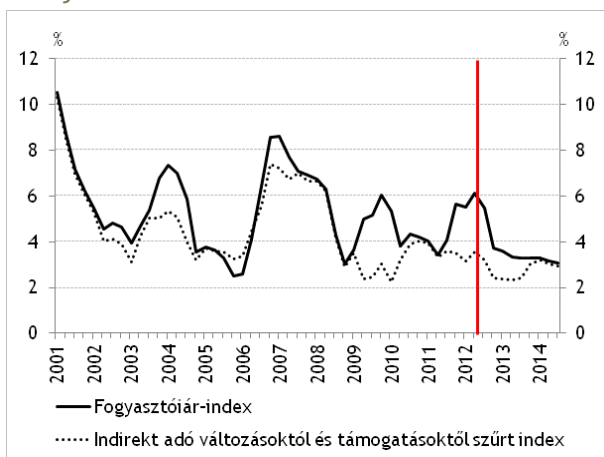
1-1. ábra: Inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra



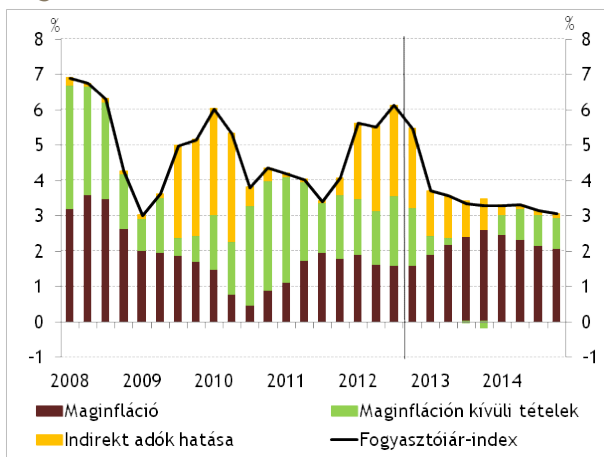
Inflációs előrejelzésünket a költségsokk hatásának begyűrése, a kormányzati adóintézkedések termelési költségeket növelő hatása és a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés határozza meg. A szeptemberi előrejelzéshez képest rövid távon számottevően alacsonyabb inflációra számítunk (erről részletesen írunk az 1-1. keretes írásban). Bár a termelési költségek oldaláról érkező inflációs nyomás erősödött, a maginfláción kívüli tételek - döntően kormányzati intézkedéseknek köszönhetően - tartósan kedvezőbb áralakulásával 2013-ban is a 3 százalékos cél közelében maradhat az infláció (1-1. ábra).

A maginfláción kívüli tételek áralakulása a teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb szeptemberi előrejelzésünknél. A mezőgazdasági nyersanyagárak közelmúltban végbement emelkedése már döntő részben megjelent a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjában, így ezen tételben további jelentősebb áremelkedésre nem számítunk. Az új termés megjelenésével az árak 2013 második felében még némileg korrigálódhatnak is. Elsősorban a forintdollaral szembeni erősödésének köszönhetően az olajárak szeptember óta csökkentek, ami a határidős jegyzések alapján a következő években is jellemző folyamat maradhat. A lakossági gáz-, villany- és távhő szolgáltatások esetében a kormányzati bejelentésekkel összhangban 2013. januárjától az

**1-2. ábra:** A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk



**1-3. ábra:** Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására



**1-1. táblázat:** Inflációs előrejelzésünk részletei

		2011	2012	2013	2014
Maginfláció		2,7	5,1	5,2	3,7
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	6,8	5,9	4,0
	Jármű-üzemanyag és piaci energia	13,8	11,9	0,2	1,3
	Szabályozott árú termékek	4,0	4,7	-1,0	2,3
	Összesen	6,4	6,8	0,4	2,3
Fogyasztóiár-index		3,9	5,7	3,5	3,2

**1-1. keretes írás:** A 2013-as inflációs előrejelzésünk változásának legfontosabb okai

Aktuális inflációs előrejelzésünkben 2013-ra 3,5 százalékos inflációt prognosztizálunk, míg szeptemberben még érdemben magasabb, 5,0 százalékos inflációt vártunk. A szokatlan méretű revízióknak több oka is van, amelyek között túlnyomóan az előrejelzés szempontjából exogén tényezők játszották a főszerepet.

árak 10 százalékos csökkenése következhet be, ami a teljes fogyasztóiár-indexet is jelentős mértékben mérsékli (1-2. ábra).

A feldolgozott termékek és szolgáltatások árazását a magas nyers élelmiszer-árak begyűrűzése és a kormányzati intézkedések termelési költségeket növelő hatása alakítja. A magas mezőgazdasági nyersanyagárak tovagyűrűző hatása az elmúlt hónapokban már a feldolgozottélelmiszer-árakban is jelentkezett. A folyamat a következő év elején is folytatódhat. Az elfogadott költségvetés szerint a vállalatok adó terhelése tartósan növekedhet. Az egyes ágazatok növekvő adóterhelése a termelési lánc egyre szélesebb szegmenseiben okozza a költségek növekedését. Előrejelzésünk szerint a vállalatok a megemelkedett költségek miatt romló jövedelmezőséghez rövid távon elsősorban a bérezés és kisebb mértékben a létszám visszafogásával reagálnak. Középtávon azonban a kereslet élénkülésével párhuzamosan a költségnövekedés részleges áthárításának hatása a fogyasztói árak emelkedésében is megjelenik. A kibocsátási rés - bár fokozatosan záródik - a teljes előrejelzési horizonton negatív marad, ezért a gyenge kereslet árleszorító hatása végig érvényesül. A maginfláció azonban ezzel együtt is az aktuálisnál magasabban marad, az infláció középtávon csak lassan mérséklődik (1-3. ábra).

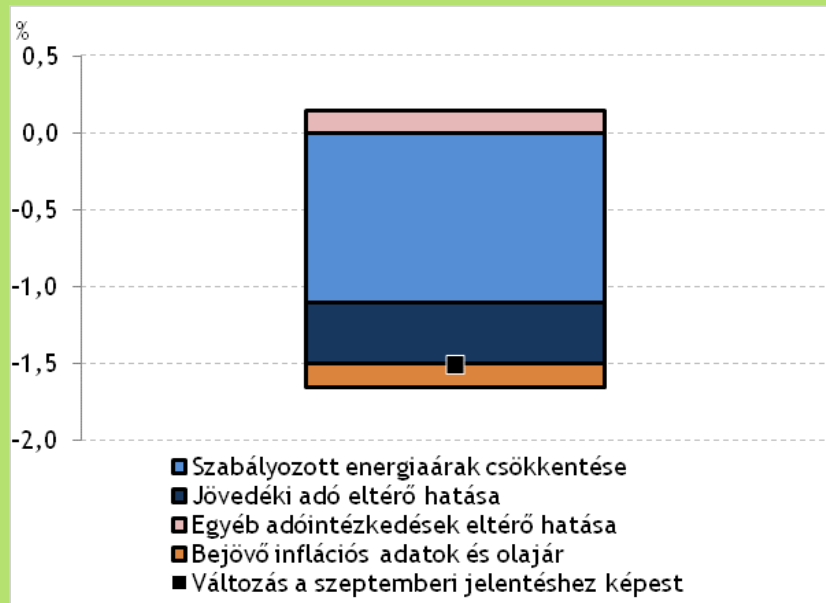
Mindezen tényezők hatására előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is enyhén a 3 százalékos cél felett alakul. Az inflációs cél az előrejelzésben feltételezett kamatpálya mellett 2014 második felében érhető el (1-1 táblázat). 2013. évi inflációs előrejelzésünk változásának okait az 1-1 keretes írásban részletesen is bemutatjuk.

- A legfontosabb tényező a kormány bejelentése, amely szerint a *szabályozott energiaárak* (gáz, áram, távhő) január 1-től *10 százalékkal csökkennek*. Figyelembe véve az érintett tételek nagy súlyát, az intézkedés inflációs előrejelzésünket több, mint 1 százalékponttal csökkenti.
- A fenti intézkedés mellett jelentős a szerepe a *jövedéki adó szabályok változásának*. Szeptemberben még azzal a feltevéssel készítettük előrejelzésünket, hogy a kormány által júliusban javaslatként benyújtott törvénytervezet szerint 2013 januárjában és májusában jelentős alkohol és dohány jövedéki adó emelésekre kerül sor (lásd 1-2. táblázat). A törvényjavaslatot október folyamán az Országgyűlés módosította, majd módosított formában elfogadta. A módosítás értelmében a dohánytermékek jövedéki adója lényegesen kisebb mértékben emelkedik, és az intézkedés egy lépésben, 2012 decemberében lép életbe. Az alkohol termékek esetében módosításra nem került sor. A jövedéki adóemelés mértékének változása az inflációt érintő indirekt adó intézkedésekben a teljes fogyasztói árindexre vetítve 0,4 százalékponttal alacsonyabb hatást indokolt.
- Előrejelzésünk változásában szintén szerepet játszott, hogy a *gyógyszer ártámogatások csökkentése* jelenlegi megítélésünk szerint *kiseb mértékben emelheti a fogyasztói árakat*. Ezt a változtatást a szeptember óta beérkezett áradatok, a vaklicitek eredményei, és a gyógyszerkassza eredeti tervekhez képest 60 milliárd forintos bővítése indokolják.
- Végül a beérkező inflációs adatok és a forintban kifejezett olajár is alacsonyabbak lettek várakozásunknál. Az alacsonyabb inflációs adatok mögött részben átmeneti hatások állhatnak, a meglepetés egy részét azonban tartósnak ítéljük. Ez a jövő évi inflációs előrejelzésünket is lefelé mozdította.
- Ezen infláció mérséklő - többnyire - exogén hatásokkal szemben a vállalati termelési költségek emelkedése az inflációs nyomás erősödését okozhatják. A szeptemberben feltételezett hipotetikus fiskális intézkedések inflációs hatásaival szemben a ténylegesen bejelentett intézkedések elsősorban a vállalati költségeket növelik, és áremelő hatásuk is erőteljesebb. A költségemelő hatások azonban csak fokozatosan gyűrűzhetnek be a fogyasztói árakba, így rövid távon csak kis mértékben gyengíthetik a jelentős deflációs hatásokat (1-4. ábra).

1-2. táblázat: Jövedéki adó intézkedések és azok változása

Adóköteles termék neve, adó típusa	Kiinduló helyzet	Nemzetgazdasági Miniszter javaslata (2012. július 10., T/7953 iromány)			2012. évi CLIV. tv, 2.§-8.§ (elfogadva 2012. október 15., közlönyben okt.25)		
	2012. júliustól	2013. januártól	2013. májustól	adóemelés összesen (jan+máj, %)	2012. decembertől	2013. januártól	adóemelés összesen (dec+jan, %)
szeszes ital, tételes adó	289 900	333 385		15		333 385	15
aromásított szesz, tételes adó	414 150	476 270		15		476 270	15
sör, tételes adó	1 470	1 620		10		1 620	10
pezsgő, tételes adó	14 960	16 460		10		16 460	10
köztes alkoholtermék, tételes adó	23 200	25 520		10		25 520	10
dohány, tételes adó	11 900	13 700	15 500	30	12 500		5
dohány, minimum adó	22 300	25 800	29 300	31	24 920		12
finomra vágott dohány, minimum adó	11 150	14 650	18 150	63	12 460		12
egyéb vágott dohány, minimum adó	11 150	14 650	18 150	63	12 460		12

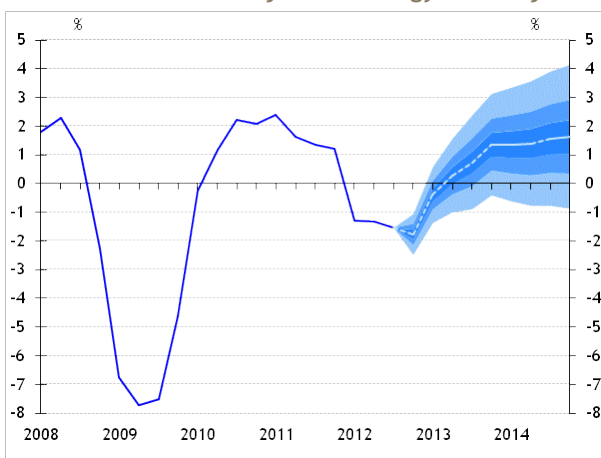
1-4. ábra: 2013-as inflációs előrejelzésünk változása



## 1.2 Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint a hazai gazdaság kibocsátása az idei évben csökken és 2013-ban is csak lassan növekedhet. A növekedés forrása továbbra is a nettó export, azonban az általánosan romló nemzetközi konjunkturális kilátások miatt a korábbinál alacsonyabb exportbővülésre számítunk. A belső kereslet továbbra is tartósan gyenge marad. A hazai szereplők elhúzódó mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás idén és jövőre is tovább csökkenhet. A versenyszféra adóterhének növelése szintén a beruházások csökkenésének irányába hat. A magas szinten ragadó munkanélküliség és a tartósan alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése huzamosabb ideig visszafogottan alakulhat.

1-5. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

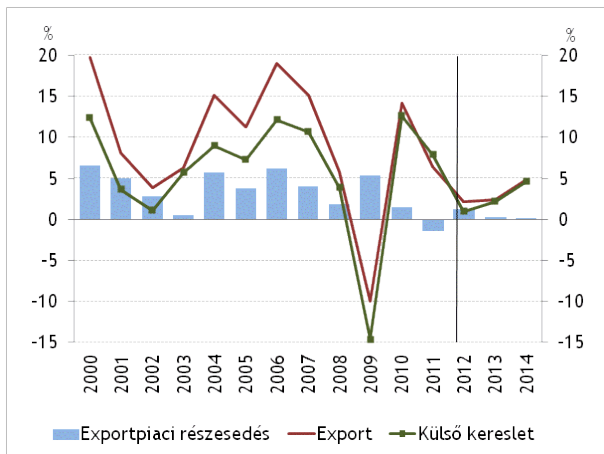


A GDP az elmúlt három negyedévben csökkent. A recessziót a külső és a belső kereslet együttes szűkülése magyarázza. A gyenge keresletet felvevőpiacainkon és hazánkban is főként a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, a szigorú hitelezési feltételek és a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság magyarázza. Felvevőpiacainkon robusztusabb növekedés csak 2014-ben várható, miközben a hitelezési feltételek a teljes előrejelzési horizonton szigorúak maradhatnak.

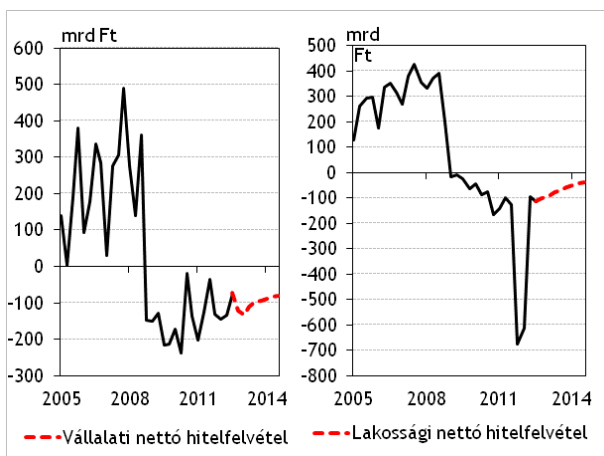
Az export növekedése a nemzetközi konjunktúra alapfolyamataival összhangban csak 2013-ban élénkülhet. Az elmúlt években a magyar export piaci részesedése nem bővült érdemben. Előretekintve - az új autóiipari kapacitások mellett is - csak mérsékelt export piaci részesedés növekedésre számítunk (erről részletesebben lásd az 3-1. keretes írást (1-6. ábra)).

A hitelezési folyamatokban továbbra is szigorú

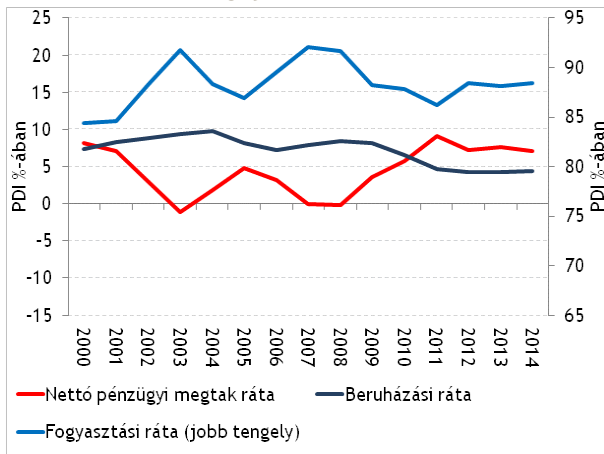
1-6. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása



1-7. ábra: Előrejelzésünk a lakossági és vállalati hitelezés alakulására



1-8. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



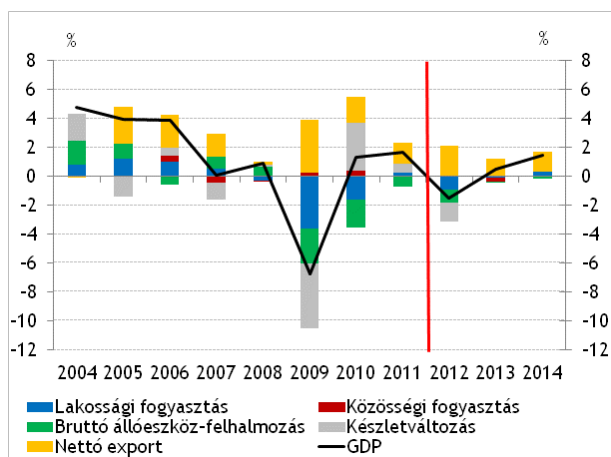
feltételek érvényesülnek. Szeptemberi előrejelzésünkhöz képest a tranzakciós illeték mértékének növelése, valamint a bankadó véglegesítése jelentősen rontja a pénzügyi közvetítőrendszer várható hitelaktivitását. Mindezek eredményeként az előrejelzési pályákat lefelé módosítottuk mind a vállalati, mind pedig a háztartási szegmensben; a hitelezés élénkülésére továbbra sem számítunk az előrejelzési horizonton (1-7. ábra).

A keresetek és a pénzügyi transzferek reálértékének mérséklődése, a folytatódó mérlegkiigazítás és a szigorú hitelkondíciók következtében a fogyasztás az idei évben jelenősen csökken. A lakossági reáljövedelmek azonban a következő évben újból emelkedhetnek, ami több tényező együttes hatása magyaráz. A költségvetési kiigazító intézkedések a lakossági jövedelmeket közvetlenül csak kis mértékben érintik, miközben az energiaárak csökkentése miatt mérséklődő infláció érdemben növeli azok vásárlóértékét. A jövő évi minimálbér-emelés növeli az alacsony keresetűek jövedelmét, miközben a nyugdíjak szintén az inflációt meghaladó mértékben emelkednek. A reáljövedelmek bővülését részben ellensúlyozhatja, hogy az intézkedések által megnövekedett adóterhelésre a vállalatok a munkaerőköltségek fokozatos csökkentésével reagálhatnak.

A növekvő reáljövedelem a fogyasztás bővülése irányába mutat. A folytatódó mérlegkiigazítás, a bizonytalan konjunkturális kilátások és a szigorú hitelfeltételek miatt azonban arra számítunk, hogy a háztartások megtakarítják vagy - hitel és közmű cégekkel szemben fennálló - tartozásaik törlesztésére fordíthatják a keletkezett többletjövedelem egy részét. Ezért a fogyasztás tartósan a jelenlegi alacsony szint közelében alakulhat, miközben a lakosság nettó megtakarítási rátája a teljes előrejelzési horizonton magas maradhat (1-8. ábra).

A beruházási aktivitás 2012-ben számottevően csökken, 2013-ban pedig enyhén tovább zsugorodhat. Előrejelzési horizontunkon a magánszféra és az állam beruházási teljesítményét erős kettősség jellemezheti. A versenyszférában tartósan visszafogott beruházási teljesítményre számítunk. A vállalatok beruházási aktivitását erőteljesen korlátozzák a kedvezőtlen gazdasági

1-9. ábra: A GDP-növekedés szerkezete



kilátások, a továbbra is szigorú hitelfeltételek. Mindemellett a tartósan növekvő adóterhekre a vállalatok részben a beruházások visszafogásával reagálhatnak, ami tovább mérsékli a beruházási aktivitást és historikusan alacsony szinten tartja a háztartások a beruházási rátáját. A háztartások a mérlegalkalmazkodás során várhatóan továbbra is erőteljesebben alkalmazkodnak felhalmozási, mint fogyasztási kiadásaikon keresztül. Az állami beruházások esetében az uniós forrásokból finanszírozott beruházások érdemi növekedést okozhatnak különösen a 2013-as évben.

A gazdaságot változatlanul érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. Az előrejelzési horizonton a kibocsátási rés fokozatosan záródik, azonban ezzel együtt is végig negatív marad. A vállalatok a termelési költségeket növelő intézkedésekre részben a beruházási aktivitásuk visszafogásával reagálnak, ami előretételek miatt mérsékli a gazdaság kínálati kapacitását. Ezért előrejelzésünkben huzamosabb ideig alacsony potenciális növekedéssel számolunk (1-9. ábra).

## 1-2. keretes írás: A vállalati adóterhek hosszú távú emelkedésének hatásai

A kormányzat 2012 során számos intézkedést hozott a költségvetési egyensúly javítása érdekében. Az intézkedések jelentős része az eredetileg átmenetinek szánt válságadókat cserélte tartós bevételi forrásokra. Bár a Munkahelyvédelmi akcióterv intézkedései az érintett vállalatok számára érdemi adókönyvitéseket is tartalmaznak, a teljes vállalati szektorra kivetett adók eredője negatív. A tartóssá váló, illetve emelkedő adóterhek nem csak átmenetileg rontják a vállalatok profitabilitását, hanem hosszabb távon is. Ezen túlmenően a 2012-13-as jelentős mértékű minimálbér-emelés is többletköltséget jelent a vállalkozások számára. Összességében 2011 végéhez képest a vállalati szektorra kivetett költségnövekedés eléri a GDP 2 százalékát.

Bár az adóteher emelkedése döntően néhány ágazat szereplőjét és az általuk nyújtott szolgáltatásokat érinti, ám a szoros és széles körű gazdasági kapcsolatokon keresztül a termelési költségek növekedése a versenyszféra valamennyi ágazatában jelentkezhet. Az átmeneti és a tartós adóintézkedésekre a vállalatok eltérő módon reagálhatnak. Ha az adót átmenetinek ítélik, akkor rövid távon elfogadhatják az adózott eredményük csökkenését abban a reményben, hogy hosszú távon helyreáll jövedelmezőségük. Így az alkalmazkodás elsősorban átmeneti költségtakarékossgal, és kisebb mértékben az árazáson keresztül valósul meg. Abban az esetben, ha az adók permanensek, akkor vállalatoknak olyan alkalmazkodási tervet kell kidolgozniuk, amellyel helyre tudják állítani a befektetések megtérülését. Ezért a vállalatok munkaintenzívebb termelésre állhatnak át, illetve hosszabb távon lassabban bővíthetik kapacitásaikat. Mindez tartósan alacsonyabb beruházási aktivitással jár együtt. Korábbi MNB kutatások is megerősítik, hogy a beruházások jóval intenzívebben reagálnak a vállalati jövedelmezőség tartós változására, mint az átmeneti sokkokra.<sup>2</sup> A kapacitások lassabb kiépülése a foglalkoztatás bővülésére is kedvezőtlenül hathat. Végül a tartós adók egy részét a vállalatok igyekezhetnek áthárítani fogyasztóik

<sup>2</sup> Reiff Á. (2010): Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics - Estimation on Hungarian data, MNB Working Papers, 2010/2.

felé, ami az infláció emelkedéséhez vezet. Továbbhárításra főként a forgalomarányos adók (pl. távközlési adó, pénzügyi tranzakciós illeték, elektronikus útdíj) esetében nyílnak lehetőségek, mivel ezek a termelő vállalatok határkölségét is megemelik.

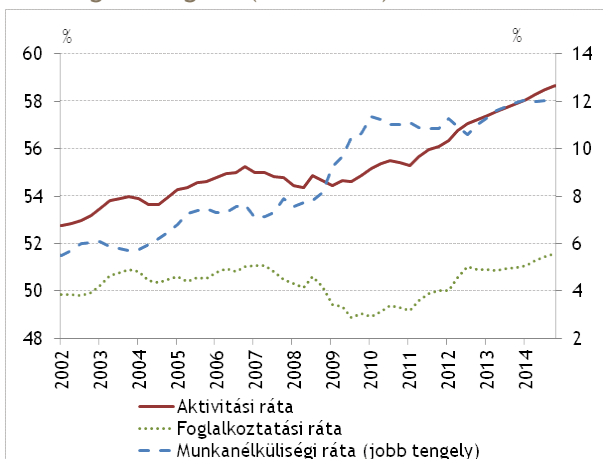
Előrejelzési horizontunkon a legfontosabb kérdés, hogy az adók fogyasztók felé továbbhárítása milyen ütemben valósul meg. Alappályánkban arra számítunk, hogy a gyenge keresleti környezetben az áthárítás csak részleges és időben elnyújtott lehet. Így a vállalati adóterhek növekedése csak a kibocsátási rész záródásával párhuzamosan, fokozatosan emeli az inflációt, a profitabilitás helyreállítása részben a költségek visszafogásával történik. .

Az előrejelzés alternatív forgatókönyveiben a profitalkalmazkodás csatornáinak jelentősége eltér. Magasabb nominális pálya mellett több tér nyílik az adók árakban való továbbhárítására már rövid távon is. Másfelől az alappályánál gyengébb keresleti környezetben az áremelési lehetőségek korlátozottabbak, így nagyobb alkalmazkodási teher hárul a bérkölségekre.

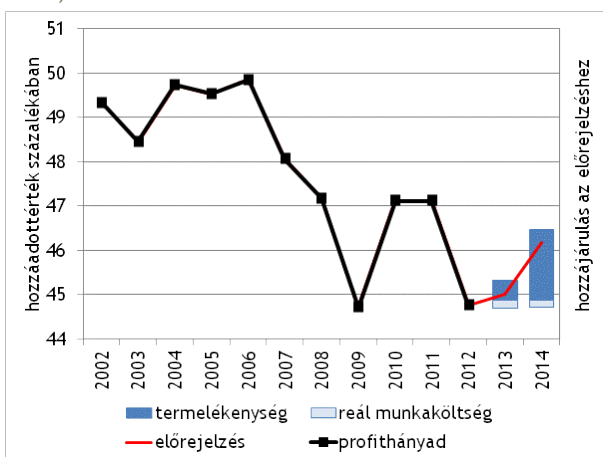
### 1.3 Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A kedvezőtlen konjunktúris folyamatok a versenyszféra profithelyzetének romlásával párosultak, amit a vállalati adóterhelést növelő költségvetési kiigazító intézkedések is erősítettek. A jövedelmezőség romlására a vállalatok erős munkapiaci alkalmazkodással reagálhatnak. A munkaköltségek mérséklése elsősorban a rendszeres béren kívüli juttatások csökkenésében és az átlagbér feletti kereseti kategóriák visszafogott béremeléseiben jelentkezhet. A visszafogott keresleti kilátások mellett a versenyszféra foglalkoztatásában érdemi elmozdulásra nem számítunk.

1-10. ábra: Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban (2002-2014)



1-11. ábra: A termelékenység, reál munkaköltségek és a profithelyzet alakulása (2002-2014)



Az elmúlt időszakban a kedvezőtlen konjunktúrával párhuzamosan romló termelékenységet figyelhettünk meg, amihez a hozzáadott érték csökkenése mellett a foglalkoztatás emelkedése is hozzájárult. A létszámbővülés megítélésében jelentős a bizonytalanság, ciklikus és strukturális okok egyaránt szerepet játszhatnak (erről részletesen írunk az 3-2 keretes írásban).

A kibocsátás jelentős részét előállító, nagyobb vállalatok által foglalkoztatottak száma a válság óta gyakorlatilag stagnált, a foglalkoztatás emelkedése jellemzően a kis (10 fő alatti) cégeknél tapasztalható. A múltbeli tapasztalatok arra utalnak, hogy a kis cégek létszámban rugalmasan alkalmazkodhatnak a konjunktúra alakulásához, ezért az előrejelzésben a foglalkoztatás csökkentésével javíthatják a termelékenységüket.

Az idei és a jövő évi minimálbér-emelés tartósan növeli a nominális béreket, ám az intézkedések által érintett vállalati körben a munkahelyvédelmi akcióterv nagy részben kompenzálja a megemelkedett bérköltségeket. A minimálbér-emelés bérskálán tovagyűrűző hatásai ugyanakkor a termelékenység alakulásától elszakadó bérnövekedéshez vezethetnek a versenyszféra vállalatainál. A 2012. évi tapasztalatok alapján a vállalatok belül bér-differenciálás fenntartása érdekében a vállalatok az adminisztratív intézkedések által közvetlenül nem érintett kereseti kategóriákban is béremelést hajthatnak végre.

A kedvezőtlen konjunktúris helyzetre és a versenyszféra növekvő adóterhelése miatt romló jövedelmezőségre a vállalatok a bérdinamika visszafogásával reagálhatnak. Bár a válság során a munkanélküliség trendje fokozatosan emelkedett, a munkapiaci környezet az előrejelzési horizonton laza marad. Előrejelzésünkben ezért az adminisztratív intézkedések hatásának kikutatása után mérsékelt bérnövekedésre, a béren kívüli juttatások visszafogására és szinten maradó

foglalkoztatásra számítunk, ami hozzájárul a versenyszféra jövedelmzésének korrekciójához. Az aktivitást növelő kormányzati intézkedések (1-10. ábra), a tőkeköltségek növelése, valamint a munkahelyvédelmi akcióterv következtében a munkára rakódó alacsonyabb adóterhek olyan strukturális intézkedések, amelyek hosszú távon a munkaintenzív termelés irányába történő eltolódás felé mutatnak. Ezért a termelékenység és a profithányad előretekintve középtávon tartósan alacsonyabb lehet, mint a válságot megelőző években (1-11. ábra).

**1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest**

	2011	2012		2013		2014
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>						
Maginfláció <sup>1</sup>	2,7	5,2	5,1	4,9	5,2	3,7
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,7	2,5	3,1	3,5	3,4
Fogyasztóiár-index	3,9	5,8	5,7	5,0	3,5	3,2
<b>Gazdasági növekedés</b>						
Külső kereslet (GDP alapon) <sup>2</sup>	2,7	0,7	0,7	1,3	0,8	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	0,5	-1,0	-1,7	-0,8	-0,2	0,6
Kormányzat végső fogyasztása	-0,5	-2,9	-2,0	-2,2	-2,7	-0,1
Állóeszköz-felhalmozás	-3,6	-5,9	-5,1	0,0	-0,2	-1,0
Belföldi felhasználás	0,1	-3,1	-3,8	-1,0	-0,8	0,2
Export	6,3	2,1	2,2	6,9	2,4	4,8
Import	5,0	0,6	-0,1	5,8	1,2	3,8
GDP <sup>3</sup>	1,6	-1,4	-1,4	0,7	0,5	1,5
<b>Külső egyensúly<sup>4</sup></b>						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,9	2,1	2,0	3,6	3,7	4,3
Külső finanszírozási képesség	3,3	4,7	4,3	6,7	6,8	6,9
<b>Államháztartás<sup>4</sup></b>						
ESA egyenleg (a központi szabad tartalékok teljes törlesztését feltételezve)	4,2	-3,7 (-2,8)	-3,7 (-2,7)	-2,7 (-2,4)	-4,4 (-3,0)	-5,2 (-3,8)
<b>Munkapiac</b>						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>5,8</sup>	5,0	4,4	4,6	4,6	3,6	6,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>6</sup>	0,8	1,2	1,8	0,8	0,3	0,5
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>7</sup>	5,4	7,3	7,0	4,8	4,9	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>6</sup>	1,4	0,2	1,4	0,6	-0,3	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>6,8</sup>	5,3	5,2	7,6	4,8	2,8	1,5
Lakossági reáljövedelem <sup>9</sup>	2,3	-4,0	-4,2	-1,3	0,2	0,3

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

<sup>2</sup> Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával külső keresleti mutatóknak súlyait is revidáltuk.

<sup>3</sup> A 2012-re vonatkozó előrejelzés naptárhatást is tartalmaz.

<sup>4</sup> A GDP arányában.

<sup>5</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

<sup>6</sup> December: a KSH munkaerő-felmérése, szeptember: az előrejelzésben a közmunkásokkal korrigáltunk, itt a szeptemberi előrejelzés korrekció nélkül szerepel.

<sup>7</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>8</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

<sup>9</sup> MNB becslés.

## 1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2012	2013	2014
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2012. szeptember)	5,7	3,5	3,2
Consensus Economics (2012. szeptember) <sup>1</sup>	5.7 - 5.8 - 5.9	3.0 - 4.9 - 6.5	3,2
Európai Bizottság (2012. május)	5,6	5,3	3,9
IMF (2012. április)	5,6	3,5	3,0
OECD (2012. május)	5,8	4,8	3,9
Reuters-felmérés (2012. szeptember) <sup>1</sup>	5,5 - 5,7 - 6,0	3,0 - 4,2 - 6,3	2,5 - 3,5 - 4,3
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2012. december)	-1,4	0,5	1,5
Consensus Economics (2012. szeptember) <sup>1</sup>	(-1.8) - (-1.3) - (-0.9)	(-0.5) - (0.3) - (1.0)	2,2
Európai Bizottság (2012. május)	-1.2	0.3	1,3
IMF (2012. április)	(-1.0)	0,8	1,6
OECD (2012. május)	-1.6	-0,1	1,2
Reuters-felmérés (2012. szeptember) <sup>1</sup>	-1,8) - (-1,0) - (-0,0)	(-0,5) - (0,7) - (1,3)	-
<b>Folyó fizetési mérleg egyenleg</b>			
MNB (2012. december)	2,0	3,7	4,3
Európai Bizottság (2012. május)	2,2	3,7	-
IMF (2012. április)	2,6	2,7	0,7
OECD (2012. május)	1,7	3,4	4,4
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint)</b>			
MNB (a központi szabad tartalékok teljes törlését feltételezve, 2012. december)	-3,7 (-2,7)	-4,4 (-3,0)	-5,2 (-3,8)
Consensus Economics (2012. szeptember) <sup>1</sup>	(-2,7) - (-3,0) - (-3,5)	(-2,3) - (-3,1) - (-3,8)	-
Európai Bizottság (2012. május)	-2,5	-2,9	-
IMF (2012. április)	-2,9	-3,7	-3,8
OECD (2012. május)	-3,0	-2,7	-
Reuters-felmérés (2012. szeptember) <sup>1</sup>	(-2,5) - (-2,9) - (-3,5)	(-2,5) - (-3,2) - (-3,9)	-
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2012. december)	1,0	2,2	4,6
Európai Bizottság (2012. május) <sup>2</sup>	1,3	3,4	5,6
IMF (2012. április) <sup>2</sup>	1,8	3,5	4,5
OECD (2012. május) <sup>2</sup>	1,1	3,2	5,5
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2012. december)	0,7	0,8	2,1
Consensus Economics (2012. szeptember) <sup>3</sup>	0,7	1,5	-
Európai Bizottság (2012. május) <sup>2</sup>	0,7	1,1	2,1
IMF (2012. július) <sup>2</sup>	0,8	1,8	2,1
OECD (2012. május) <sup>2</sup>	0,7	0,9	2,1
<b>Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
Consensus Economics (2012. december) <sup>3</sup>	-0,5	0,2	-
Európai Bizottság (2012. május)	-0,3	1,0	-
IMF (2012. július)	-0,3	0,7	-
OECD (2012. május)	-0,1	0,9	-

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

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

<sup>3</sup> MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum.

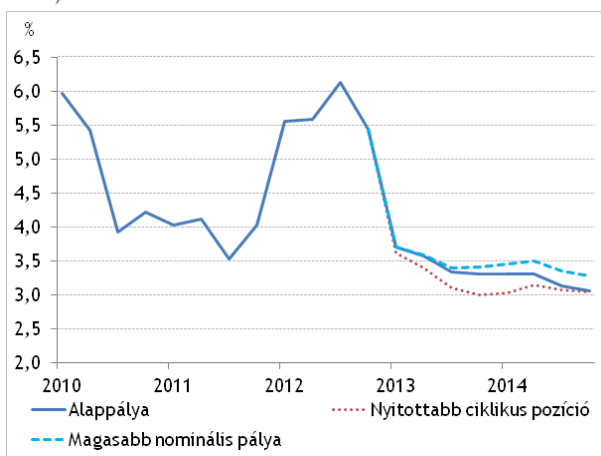
<sup>4</sup> A GDP arányában.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2012. szeptember); European Commission Economic Forecasts

## 2 ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a kockázati megítélés alakulását számottevő bizonytalansági tényezőnek értékeli, melynek alakulását kétirányú kockázatok övezik. Emellett a Monetáris Tanács két forgatókönyvet választott ki, amelyek megítélésük szerint a leginkább megragadják a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából releváns kockázatokat. Az alternatív forgatókönyvek az inflációs várakozások horgonyozottságával és a ciklikus pozícióval kapcsolatos bizonytalanságot jelenítik meg. A folyamatosan érkező költségsokkok és a tartósan cél fölötti infláció felveti annak lehetőségét, hogy az inflációs cél várakozásokat horgonyzó szerepe gyengült, ami miatt a termelési költségek kormányzati intézkedések által kiváltott emelkedése erősebben gyűrűzhet be az árakba. Az első forgatókönyvet tehát egy magasabb nominális pálya jellemzi, ami az alappályánál szigorúbb monetáris politikát tesz szükségessé az előrejelzési horizonton. A potenciális kibocsátás becslését nagyfokú bizonytalanság övezi, így felmerül a lehetősége, hogy az alappályában feltételezettnél kevésbé épültek le a termelési kapacitások. Ebben az esetben a nagyobb kibocsátási rés erőteljesebb dezinflációs hatást fejt ki, így lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető az inflációs cél 2014-ben.

**2-1. ábra:** Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre (2010. I. név. - 2014. IV. név.)

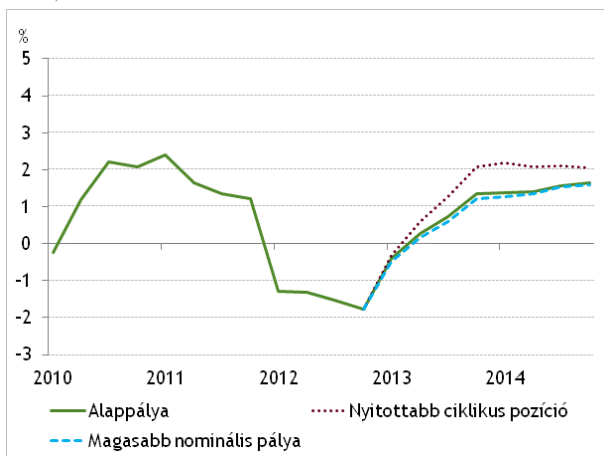


Magyarországon, a viszonylag mérsékelt inflációs alapfolyamatok ellenére már hosszú ideje, tartósan és jelentősen cél fölött tartózkodik az infláció, ami mögött részben az áll, hogy a múltban a gazdaságot folyamatosan érték jelentős mértékű költségsokkok (élelmiszer- és olajár emelkedések, illetve inflációs hatású adóintézkedések). Ez felveti annak a lehetőségét, hogy az inflációs cél várakozásokat horgonyzó szerepe gyengült, és a folyamatosan érkező további költségsokkok az inflációs várakozásokba beépülve erősebb másodkörös hatásokat okoznak.

A költségvetési kiigazító lépések és a minimálbér további emelkedése a termelési költségek újabb emelkedését eredményezik a vállalati szektor számára. Ha a vállalkozások magasabb inflációs környezetre számítanak, a költségemelésre nagyobb mértékben reagálnak áremeléssel, és ilyenkor a nominális bérek megállapításánál is engedékenyebbek lehetnek. Ezt a kockázatot erősíti a minimálberek számottevő emelkedése is. A magasabb nominális pálya a monetáris kondíciók szigorítását teszi szükségessé, ami tompítja az erősebb költségbegyűrűzés inflációs hatását. Ebben a forgatókönyvben a növekedés valamivel alacsonyabb, mint az alappályán, az infláció pedig lassabban éri el a célt (2-1. ábra).

Az inflációs folyamatokat az elmúlt időszakban jellemzően kétirányú folyamatok alakították. A költségsokkok növelték az inflációt, míg a laza munkapiac és a belső kereslet inflációt visszafogó hatása ellenkező irányba hatottak. A gazdaság hosszú távú kínálatát, teljesítőképességét a gazdaságban jelenlévő termelőkapacitások határozzák meg, így a belső kereslet dezinflációs

**2-2. ábra:** Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre (2010. I. név. - 2014. IV. név.)



hatása a kihasználatlan kapacitásoktól függ. A kibocsátási rés meghatározásához szükséges potenciális növekedési ütem becslését azonban nagy bizonytalanság övezi, amit csak fokoztak a válság kibocsátási potenciált romboló hatásának becslésével kapcsolatos mérési nehézségek. Bár több módszerrel elvégzett becsléseink és a nemzetközi összehasonlítás alapján is plauzibilisnek tűnik a potenciális kibocsátás modellünkben feltételezett pályája, nem zárhatjuk ki, hogy az alappályában túlbecsüljük a válság kapacitásokat leépítő hatását. Ez esetben a potenciális kibocsátás szintje magasabb, a gazdaság ciklikus pozíciója pedig nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a vállalatok termelési költség-emelkedéshez való alkalmazkodása kisebb mértékben valósulhat meg áremelésen keresztül, így a kormányzati intézkedések inflációra gyakorolt hatása kisebb, és nagyobb alkalmazkodási teher hárul a költségek leszorítására. Ezen feltételek mellett erősebb a gyenge kereslet árleszorító hatása és lazább a munkapiac, ami összességében alacsonyabb inflációt eredményez. A kedvezőbb inflációs pálya esetén az inflációs cél az alappályánál lazább monetáris politika mellett is elérhető 2014 végére. Ebben a forgatókönyvben a gazdaság az alappályában megjelenítetténél gyorsabban növekedhet (2-2. ábra).

A hazai eszközök kockázati megítélését előretételezve kétirányú kockázatok övezik. A gyenge világgazdasági konjunktúra és a globális pénzpiacokat jellemző erős kockázattól való hajlandóság kettőssége, illetve a hazai gazdaságpolitikával kapcsolatos bizonytalanság a kockázati felárakban történő korrekció lehetőségét veti fel, és óvatos monetáris politikát indokol. Ugyanakkor az eurozóna intézményi reformjának előrehaladása, az amerikai költségvetési kockázatok oldódása, valamint a hazai költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatos várakozások javulása kedvezően hathat a kockázati megítélésünkre, ami növeli a monetáris politika mozgásterét.

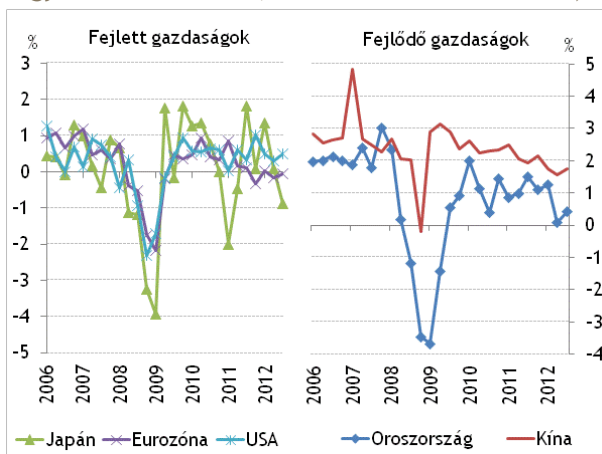
## 3 MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

### 3.1 Nemzetközi környezet

Tovább lassult a világgazdaság növekedése a harmadik negyedévben. A gazdasági aktivitás a fejlett és a fejlődő országokban egyaránt mérséklődött, miközben a legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító eurozóna gazdasága az év második felére technikai recesszióba süllyedt. A globális inflációs folyamatokban a keresletoldali inflációs hatások változatlanul visszafogottak, ám az elmúlt negyedévek jelentős nyersanyagár-emelkedései miatt a fogyasztóiár-indexek a legtöbb régióban a jegybanki célok fölött alakul.

A globális pénzügyi hangulatot változatlan optimizmus jellemezte. A fejlett országok jegybankjainak likviditásbővítő akciói érdemben javították a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát, ami számottevően erősítette a feltörekvő piacokra irányuló tőkebeáramlást. A folyamat egyik legnagyobb nyertesének a közép-kelet-európai régió bizonyult. A befektetői hangulatjavulás tartósságát az európai adósságválság fejleményei és az amerikai fiskális konszolidációval kapcsolatos várakozások továbbra is jelentősen befolyásolhatják.

3-1. ábra: GDP növekedés a jelentősebb gazdaságokban (szezonálisan igazított adatok negyedéves változása, 2006 I. né. - 2012 III. né.)

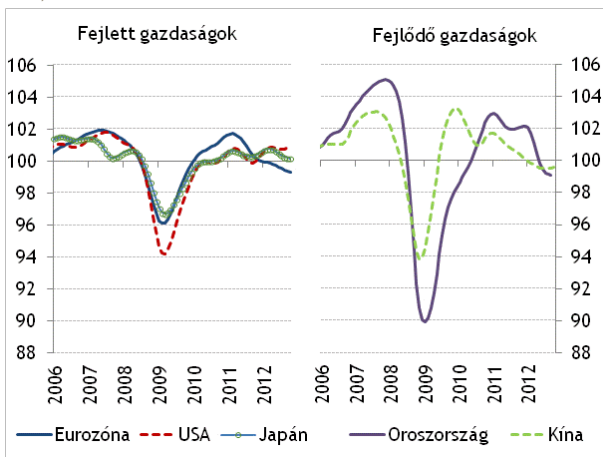


#### 3.1.1 Globális konjunkturális folyamatok

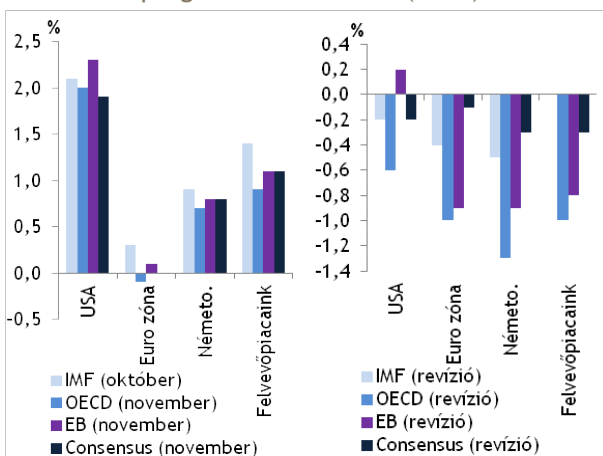
A fejlett és a fejlődő gazdaságok növekedése a harmadik negyedévben tovább lassult (3-1. ábra). Bár az amerikai konjunktúra enyhe javulást mutatott, az eurozóna technikai recesszióba került, míg a Japán gazdaság kibocsátása visszaesett a harmadik negyedévben. A fejlett gazdaságokkal szoros külkereskedelmi kapcsolatban lévő feltörekvő országokban és így a közép-kelet-európai régióban is lassult a növekedés üteme. A globális gazdasági kilátások tekintetében változatlanul az amerikai fiskális szakadék és az európai adósságválság alakulása jelenti a legmeghatározóbb kockázatokat.

Az amerikai gazdasági növekedés a harmadik negyedévben is folytatódott. A GDP éves összevetésben 2,5 százalékkal bővült. A gyengülő külső kereslet, és a háztartások elhúzódo mérlegleépítése tartósan lassítják a gazdasági kilábalást, míg a Sandy hurrikán okozta zavarok átmenetileg csökkentették a kibocsátást. A gyenge konjunkturális környezetben a Fed újabb likviditásbővítő intézkedéseinek fókuszában a növekedés stabilizálása áll. Bár a rövid távú előretekintő indikátorok az aktivitás és a fogyasztás enyhe erősödését jelzik, a középtávú növekedési kilátások továbbra is gyengék. A növekedés és a foglalkoztatás tartós javítását a Fed a likviditásnövelő programok bővítésével és a tartósan alacsony kamatszint melletti elköteleződés - konkrét munkanélküliségi és inflációs mutatókkal történő - megerősítésével is támogatja. A rövidebb távú növekedési kilátásokat elsősorban a fiskális politika elnökválasztás utáni

**3-2. ábra:** Konjunktúra indikátorok a jelentősebb gazdaságokban (OECD CLI, 2006 I. né. - 2012 III. né.)



**3-3. ábra:** Az IMF és az Európai Bizottság növekedési prognózisa és revíziói (2013)



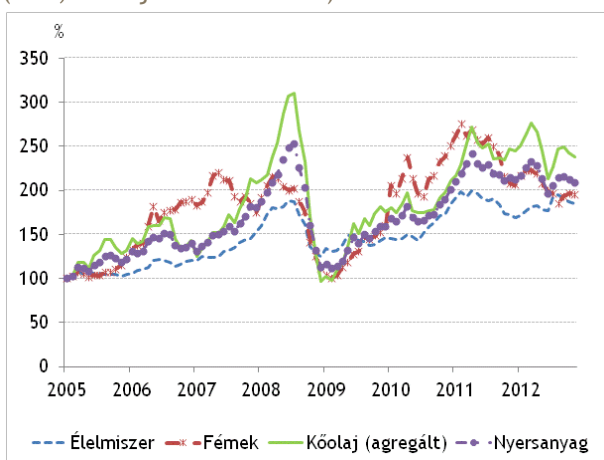
alakulása befolyásolhatja. Az adósságplafon miatt várható fiskális konszolidáció mértéke és szerkezete a globális növekedést és kockázatvállalási hajlandóságot is érdemben befolyásolhatják.

Az euroövezet GDP-je a harmadik negyedévben 0,6 százalékkal csökkent éves összevetésben, így az év közepére az eurozóna gazdasága recesszióba került. A növekedési folyamatokat változatlanul erős kettősség jellemzi: a periféria országok kibocsátása jelentősen csökken, míg a centrumországok gazdaságai ellenállóbbnak bizonyultak. Ugyanakkor az elmúlt negyedévben a növekedés lassulása már ezen gazdaságok körében is egyre nyilvánvalóbban jelentkezett. A legfontosabb előretekintő konjunktúra-indikátorok szeptemberben hároméves mélypontra süllyedtek, és novemberig érdemi korrekciót nem mutattak, így a recesszió az év végéig folytatódhat (3-2. ábra). A globálisan lassuló konjunktúra és - a főként a jelentős adósságokat felhalmozó gazdaságokban - a folytatódó mérlegkiigazítás a következő években is visszafogja a régió bővülését, így a recessziót követő kilábalása teljes előrejelzési horizontunkon mérsékelt maradhat.

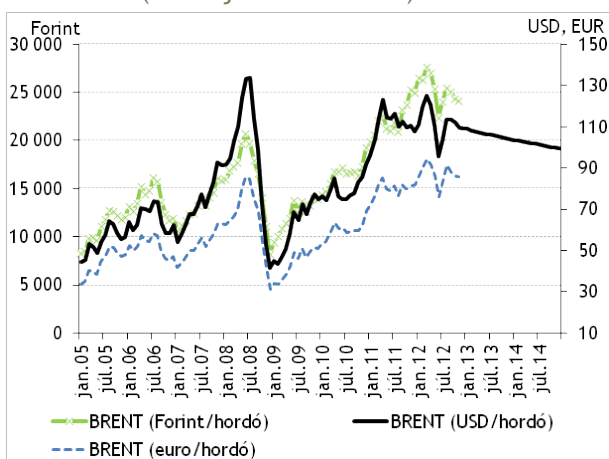
A legnagyobb feltörekvő országokban magas dinamikáról, de folytatódott a növekedés lassulása. Kína harmadik negyedéves növekedése 7,4 százalékra mérséklődött. A gazdasági aktivitás lassulásában meghatározó az export-értékesítések visszafogottabb bővülése. A fejlett gazdaságok mérséklődő kereslete a hagyományos kereskedelmi csatornán keresztül lassítja az érintett régiók növekedését. Ugyanakkor a feltörekvő piacokat jellemző erős tőkebeáramlás az árfolyam-erősödésén keresztül is fékezi az exportot. A belső kereslet alakulását illetően változatlanul a belső eszközár-buborékok kialakulása jelentheti a legnagyobb kockázatot.

Közép-Kelet-Európa átlagos növekedése erős heterogenitás mellett lassult. A régió GDP-je éves összevetésben 0,7 százalékkal bővült a harmadik negyedévben. Lengyelország és Szlovákia gazdasága változatlanul ellenállóbbnak bizonyult a globális konjunkturális hatásokkal szemben: 2,5 százalék közeli növekedésük továbbra is kimagasló a régióban. Ezzel szemben Csehországban a harmadik negyedévben is folytatódott a recesszió. Az éves összevetésben mért 1,5 százalékos csökkenés a magyar adattal közel megegyező.

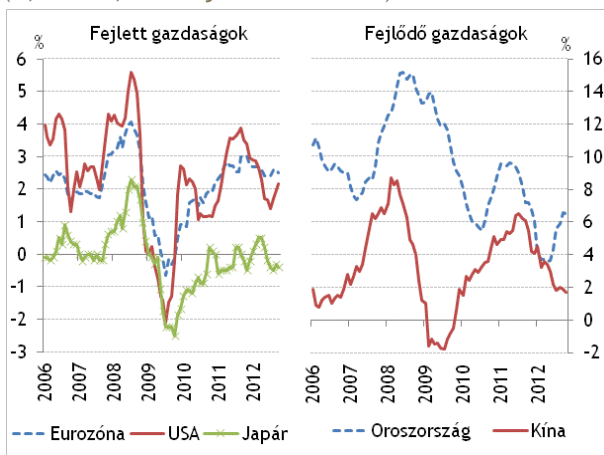
3-4. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD, 2005 jan. - 2012 okt.)



3-5. ábra: A Brent olajár alakulása különböző valutákban (2006. jan. 2012. nov.)



3-6. ábra: Infláció a jelentősebb gazdaságokban (% , év/év, 2006. jan. 2012. okt.)



Romániában kisebb mértékben, de szintén csökkent a bruttó hazai össztermék.

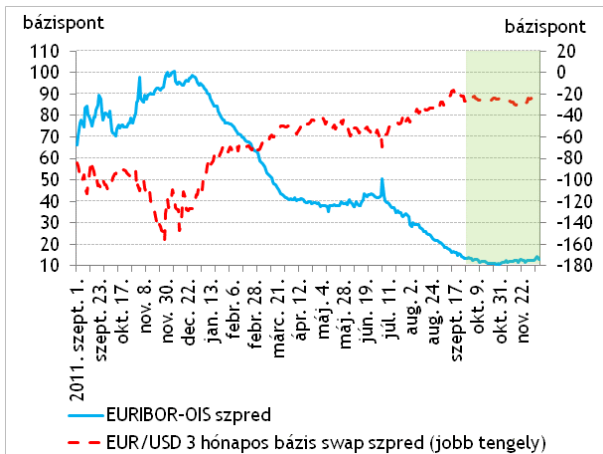
A magyar gazdaság szempontjából legfontosabb külpiacok kilátásai az utóbbi negyedévben tovább romlottak. A német ipar a júliusi növekedés után az őszi hónapokban fokozatos visszaesést mutatott. A főbb német előretekintő indikátorok - mind az új ipari rendelések, mind az Ifo index alapján - további csökkenést vetítenek előre. Az eurozóna növekedése 2013-ban indulhat be ismételten, ugyanakkor a kilábalást továbbra is lassú maradhat. A legfontosabb exportpartnerreink gazdasági kilátásai a legtöbb előrejelzés szerint az elmúlt hónapokban érdemben romlottak. Külső piacaink bővülése jövőre a korábban vártnál mérsékeltebben támogathatja a hazai növekedést (3-3. ábra).

### 3.1.2 Globális inflációs folyamatok

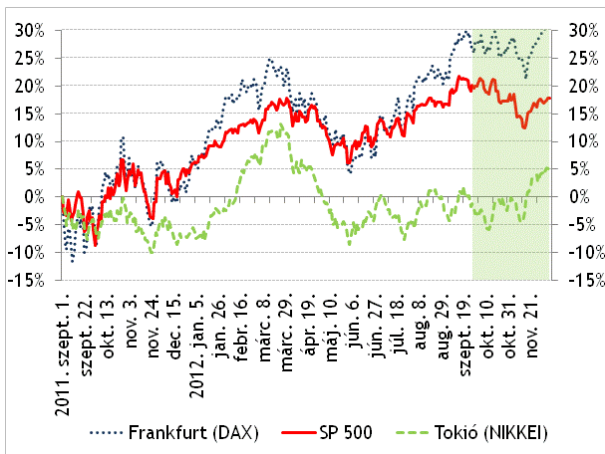
A növekedési kilátások gyengülése ellenére a nyersanyag-árak az őszi hónapokban is az év eleji relatíve magas szintek közelében alakultak. Az olaj világszintű ára viszonylag enyhe ingadozás mellett 110 dollár közelében stabilizálódott (3-4., 3-5. ábra). Ugyanakkor a fejlett országok jegybankjainak bejelentéseivel párhuzamosan javuló globális kockázatvállalási hajlandóság az eurót is erősítette, így az euróban kifejezett olajár érdemben csökkent. Az izraeli-gázai konfliktus rövid távon továbbra is jelentős geopolitikai kockázatot jelenthet az olajár alakulásában. A globálisan gyenge terméseredmények következtében a nyers élelmiszerek árai a nyári hónapokban historikusan magas szintre emelkedtek. A határidős árak alapján érdemi csökkenésre csak 2013 közepétől az új termés megjelenésével számíthatunk.

A nyersanyagárak emelkedése globálisan a költségoldali inflációs hatások erősödését okozta. A feltörekvő országokban a kínálati inflációs nyomás erőteljesebben érvényesült, míg a fejlett országokban az infláció a cél közelében alakult. Utóbbi gazdaságok esetében a középtávú inflációs kilátások továbbra is visszafogottak, ami változatlanul lehetőséget teremt a laza monetáris kondíciók tartós fenntartására. Az USA-ban októberben, az euroövezetben novemberben 2,2 százalékra mérséklődött a fogyasztóiár-index. Az eurozóna korábban gyorsuló inflációjában az olasz és a spanyol áfa-emelés is szerepet játszott. Japán az utóbbi hónapokban sem tudta elkerülni a

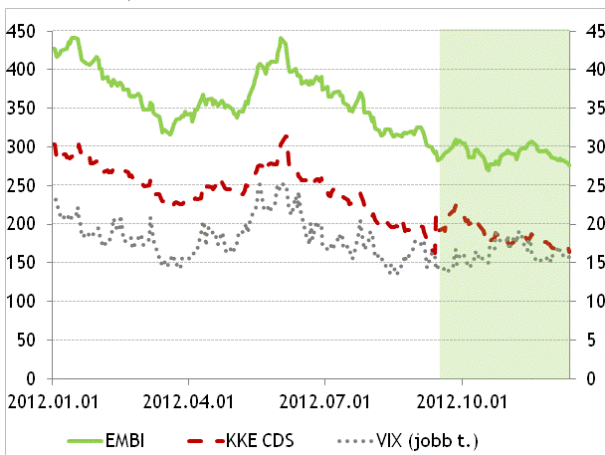
3-7. ábra: Bankközi és swap piaci szpredek alakulása (2011. szept. 2012. nov.)



3-8. ábra: Főbb tőzszeindexek alakulása (2011. szept. 2012. nov.)



3-9. ábra: Kockázati indexek alakulása (2012. jan. 2012. nov.)



deflációt. A kedvezőbb konjunktúrával jellemezhető nagyobb feltörekvő gazdaságokban - Kína kivételével - az infláció gyorsulását figyelhettük meg (3-6. ábra).

A közép-kelet-európai régióban Csehországban enyhén, Romániában erőteljesebb ütemben nőtt az éves infláció az utóbbi negyedévben. Az infláció rövid távú emelkedése ellenére a kereslet oldali inflációs nyomás változatlanul általánosan gyenge. A monetáris politika számára releváns - a nyersanyagár sokkuktól és az indirekt adóemelésektől - megtisztított árindexek nem jeleztek erősödő inflációs nyomást.

### 3.1.3 Monetáris politikai és pénzügyi piaci folyamatok

A gazdasági kilátások romlása és az alacsony inflációs alapfolyamatok mellett a fejlett országok fenntartották a laza monetáris kondíciókat. A feltörekvő országokban a javuló kockázatvállalási hajlandóság és romló növekedési kilátások a jegybanki alapkamat csökkentésére adtak lehetőséget. A régiós jegybankok közül a cseh jegybank két kamatcsökkentéssel (összesen 45 bázispontos lazítás) elérte a nulla közeli kamatszintet, így a döntéshozóknak további kamatcsökkentésre már nincs lehetőségük. A lengyel nemzeti bank novemberben és decemberben 25-25 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot.

Az elmúlt hónapokban változatlan optimizmus jellemezte a globális pénzügyi hangulatot. A vezető jegybankok korábbi likviditásbővítési és/vagy válságkezelési intézkedéseinek pozitív hatása az őszi hónapokban is kitartott (3-7., 3-8. ábra). A feltörekvő piacok jelentősen profitáltak a likviditásbőségből: számottevően nőtt az ezen piacokra áramló tőke, leSORITVA az érintett gazdaságok eszközeinek kockázati felárait. Az EU közép-keleti tagországaiiban mindehhez hozzájárult az unió fedezetlen CDS ügyletekre vonatkozó szabályozása is. Novemberig ennek a technikai hatásnak a következményeként a többi feltörekvő térségben tapasztaltnál nagyobb felárCSökkenést tapasztalhattunk a régióban (3-9. ábra).

Az európai adósságválság fejleményei az év első felébenél jóval kevésbé befolyásolták a piaci hangulatot. Bár néhány előrelépés (pl. görög megegyezés) történt az utóbbi időben, de több

fennálló problémára (pl. spanyol költségvetés fenntarthatósága vagy bankunió kérdése) még nem született megnyugtató válasz. Jelenleg a piacok leginkább az amerikai költségvetési kiigazítással kapcsolatos tárgyalásokra, valamint a globális növekedési kilátásokban bekövetkező változásra koncentrálnak.

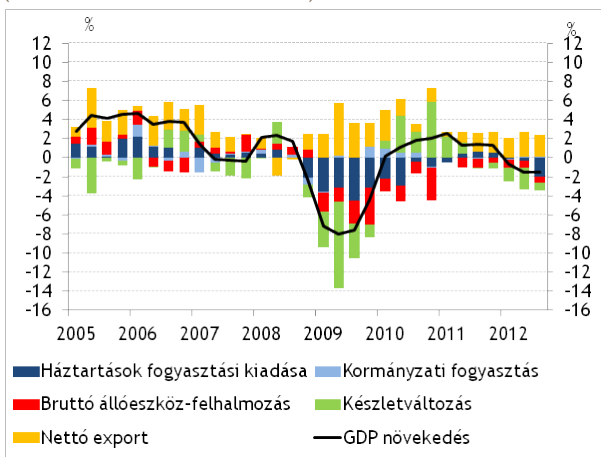
### 3.2 Aggregált kereslet

A harmadik negyedévben folytatódott a magyar gazdaság visszaesése. A recesszióhoz a huzamosabb ideje gyenge belső kereslet mellett a gyengülő külső konjunktúra is egyre inkább hozzájárult. A lakossági és kormányzati fogyasztás, valamint a beruházási aktivitás az elmúlt negyedévben tovább csökkent, pozitív növekedési hozzájárulást csak a nettó export mutatott. A belföldi kereslet csökkenésében változatlanul a válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése, az általánosan szigorú hitelezési feltételek, a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, valamint a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság hatásai a meghatározóak.

A kedvezőtlen kereseti környezet, azon belül is főként a tartósan és érdemben szűkülő lakossági fogyasztás továbbra is erős deflációs hatással bír, tompítva az élelmiszer- és nyersanyag-árak emelkedéséből adódó tovagűrűző hatásokat.

2012 harmadik negyedévében folytatódott a bruttó hazai termék csökkenése. A hazai GDP 1,5 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. Az aggregált kereslet szintje a harmadik egymást követő negyedévben mutatott csökkenést (3-10. ábra).

3-10. ábra: A hazai éves GDP-változás szerkezete (2005 I. né. - 2012 III. né.)



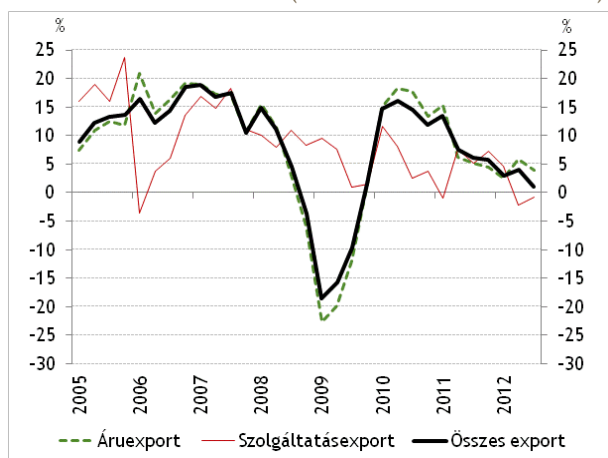
A recessziót a gyengülő külső és a tartósan visszafogott belső kereslet együttese okozta. A lakossági és kormányzati fogyasztás, valamint a beruházási aktivitás az elmúlt negyedévben tovább csökkent, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is erős pozitívumot mutatott.

#### 3.2.1 Külkereskedelem

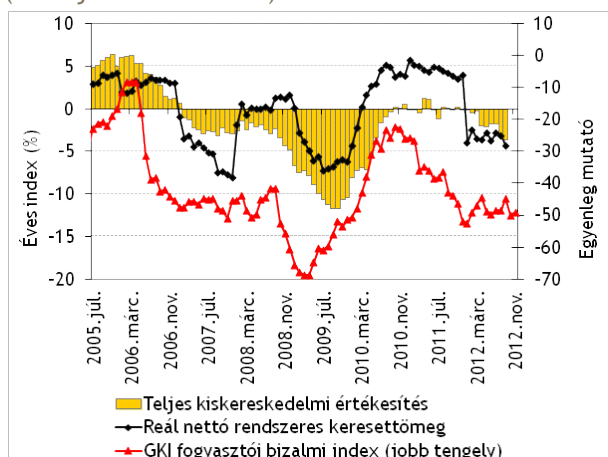
A harmadik negyedévben folytatódott külső piacaink keresletének gyengülése. A globális lassulás a hazai export szempontjából meghatározó német export értékesítésekben is egyre markánsabban éreztette hatását.

A hazai ipari export-értékesítések az elmúlt hónapokban visszafogottan alakultak. A fokozatosan termelésbe álló autóiipari kapacitások egyelőre a korábban vártnál kisebb mértékben javították az áruexportot. Ennek oka lehet az általános külpiaci lassulás mellett, hogy a globális válság következtében több hazai meghatározó exportőr anyavállalatának piaci pozíciója érdemben gyengült az elmúlt években. Az ebből adódó termelés-csökkenés mérsékelte a hazai export-értékesítéseket is. (A témáról bővebben

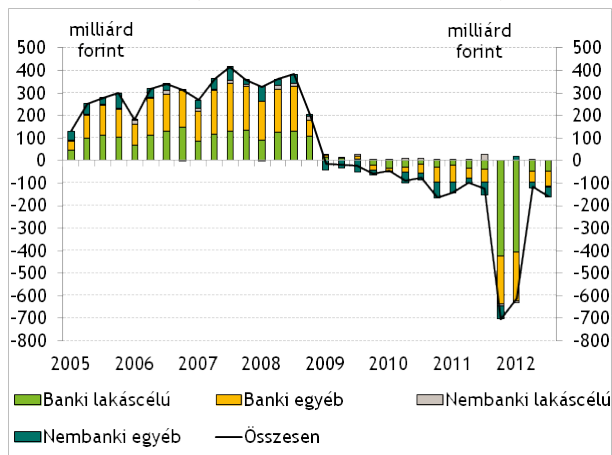
**3-11. ábra:** Az áru- és szolgáltatásexport volumenének alakulása (2005 I. né. - 2012 III. né.)



**3-12. ábra:** A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása (2005 jan. - 2012 nov.)



**3-13. ábra:** A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint (2005 I. né. - 2012 III. né.)



lásd: 3-1. keretes írásunkat.) A szolgáltatások exportja fokozatosan lassult az elmúlt negyedévekben. Az alacsonyabb dinamikához a turizmus bevételeinek visszafogottabb bővülése mellett a külpiaconkonjunktúrára érzékeny szállítási ágazatok exportjának lassulása is hozzájárult (3-11. ábra). A nettó export a harmadik negyedévben is emelkedett. Ennek oka elsősorban a gyenge importkereslet volt.

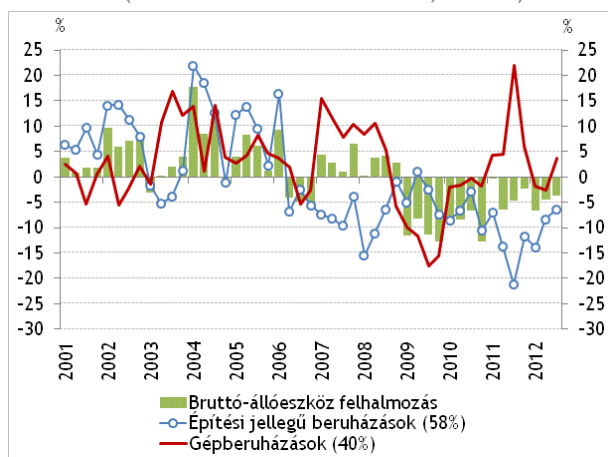
### 3.2.2 Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztása a harmadik negyedévben számottevően csökkent. A fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők általánosan a lakossági kereslet visszafogása irányába hatottak. A reál nettó keresetösszeg a foglalkoztatás bővülés és a jelentős versenyszféra bérnövekedés ellenére változatlanul érdemben csökkent. Az adminisztratív béremelések az alacsonyabb kereseti kategóriákban ellensúlyozták az év eleji adóintézkedések hatását, ám a gyorsuló infláció általánosan erodálta a reáljövedelmeket. A reáljövedelmek ideji csökkenéséhez az egyéb jövedelmek jelentős visszaesése is érdemben hozzájárult. A lakossági bizalmi indikátor értéke az elmúlt félévben érdemben nem változott, ám mutató továbbra is historikusan alacsony szintet jelez (3-12. ábra).

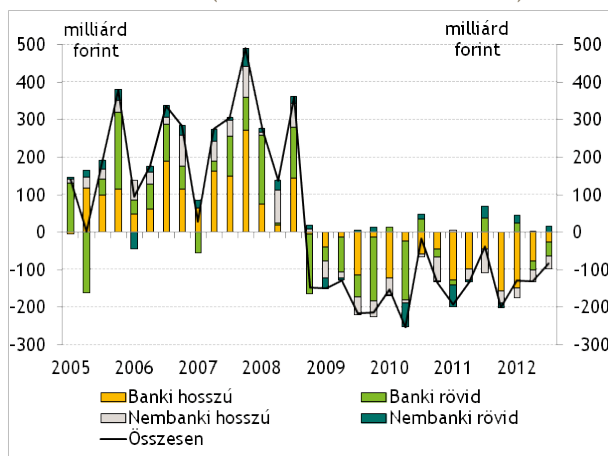
A lakossági viselkedésben változatlanul meghatározó a válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos leépítése. A háztartások a harmadik negyedévben is nettó hiteltörlesztők voltak. A végtörlesztést követően a második és harmadik negyedévben közel hasonló mértékben az összes hitelkategóriában csökkent a lakossági hitelállomány. Az újonnan folyósított hitelekben az elmúlt hónapokban sem láthatunk érdemi elmozdulást, a banki hitelaktivitás historikusan alacsony szinten alakult (3-13. ábra).

A lakossági hitelek devizaszerkezetét jelentősen befolyásolta a kilencven napon túli késedelemben lévő devizahitelek forintosítása. A kormányzati program keretében a bankok a feltételeket teljesítő háztartások devizahiteleinek negyedét elengedték, míg a fennmaradó részt forinthitelre váltották. A hiteltartozás egy részének elengedése a havi adatokon is látható változást okozott. A lakosság által birtokolt teljes hitelállományhoz képest azonban az átváltott mennyiség mértéke nem jelentős, különösen az év elején lezajlott

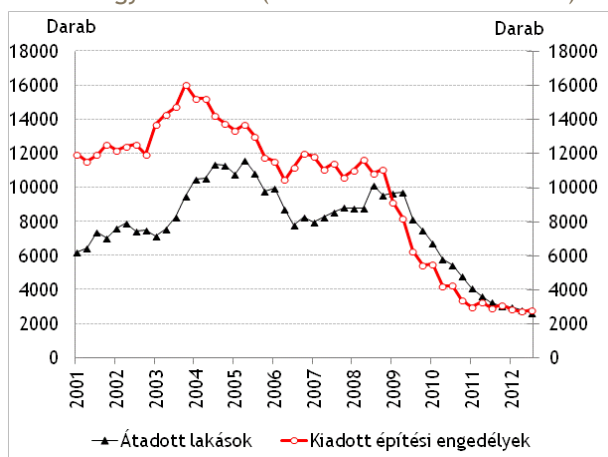
3-14. ábra: Nemzetgazdasági beruházások alakulása (2001 I. né. - 2012 III. né., év/év)



3-15. ábra: A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint (2005 I. né. - 2012 III. né.)



3-16. ábra: Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente (2001 I. né. - 2012 III. né.)



végtörlesztési program hatásaihoz képest.

### 3.2.3 Magánberuházások

A gyenge keresleti kilátások és a tovább szigorodó hitelezési kondíciók mellett változatlanul óvatos beruházási aktivitás jellemzi a hazai jövedelemtulajdonosokat (3-14. ábra). A magánberuházások a korábbiaknál kisebb ütemben, de a harmadik negyedévben is tovább mérséklődtek.

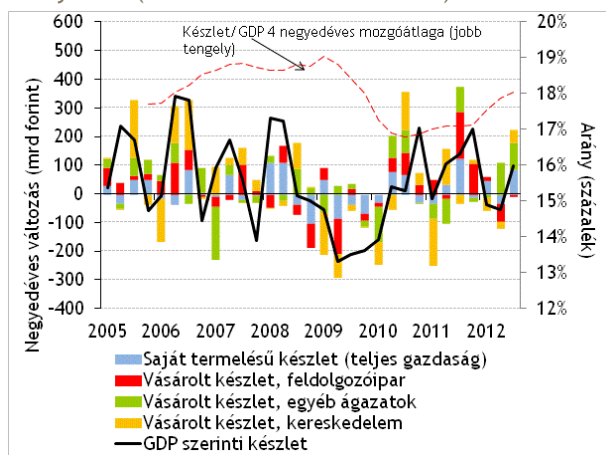
A vállalatok beruházásait az elmúlt időszak kettőssége jellemezte. Az ágazatok többségében - ezek közül is leginkább a belföldre termelő ágazatok körében - a beruházási alapfolyamatok változatlanul gyengék. A tartósan visszafogott és nagy bizonytalansággal jellemezhető keresleti kilátások mellett a vállalatok új beruházások iránti igénye alacsony. Ugyanakkor a feldolgozóipar egyes ágazataiban a terveknek megfelelően haladó nagy egyedi autóiipari beruházások továbbra is számottevő beruházási aktivitást okoznak.

2012 harmadik negyedévében a korábbi időszakokhoz képest kisebb mértékben, de tovább mérséklődött a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelaktivitása (3-15. ábra). Egyaránt mérséklődtek a vállalati rövid és hosszú hitelek is, az állománycsökkenés mértéke összesen 82 milliárd forintot tett ki. A vállalati hitelezés folyamatait alapvetően meghatározó tényezőkben nem volt tapasztalható lényeges javulás sem keresleti sem pedig kínálati oldalon. A gyenge beruházási igény mellett a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet továbbra is visszafogott maradt a vállalatok részéről, míg az ipari termelés romlása a rövid lejáratú hitelek felvételét is visszafogta. Kínálati oldalon a bankszektor szigorú hitelezési feltételeinek fennmaradása, illetve további enyhe szigorítása<sup>3</sup> ugyancsak gátja a hitelezés bővülésének.

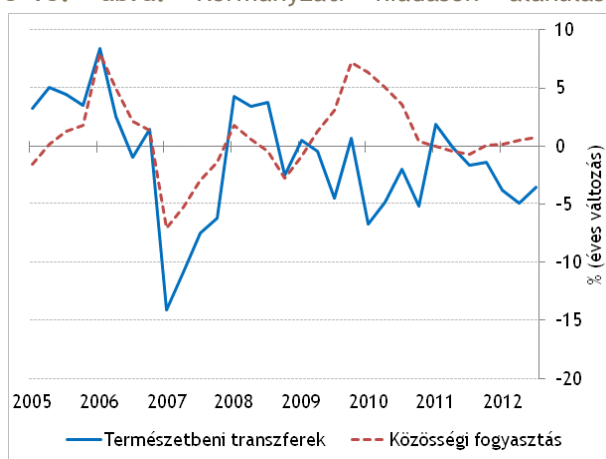
A lakossági beruházás a harmadik negyedévben tovább mérséklődött. A lakáspiaci indikátorok alapján az újlakások építése és értékesítése is historikus mélypont közelében alakul (3-16. ábra). Az új építési engedélyek számának alakulása a következő negyedévekre is historikusan alacsony aktivitást jelez. A kamattámogatásos konstrukciók bevezetésével párhuzamosan kínálati oldalon a

<sup>3</sup> Az MNB 2012. novemberi Hitelezési felmérése alapján.

**3-17. ábra:** A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában (2004 I. né. - 2012 III. né.)



**3-18. ábra:** Kormányzati kiadások alakulása



hitelezési feltételek enyhe lazítása kezdődött el. Ezzel szemben az új hitelkihelyezések volumenében nem tapasztalható javulás a második negyedévi historikus mélyponthoz képest. A háztartási hitelezési folyamatokat inkább a keresleti oldal határozhatja meg. A háztartások viselkedésében vélhetően továbbra is lényeges elem a korábbi eladósodást követő mérlegalkalmazkodási folyamat, ami számottevően mérsékli a szektor beruházási aktivitását.

### 3.2.4 Készletek

A bizonytalan növekedési kilátások és a szigorú vállalati hitelkondíciók továbbra is a válság óta jellemző feszes készletgazdálkodás fennmaradását indokolják a versenyszféra ágazataiban. A kedvezőtlen időjárási feltételek és a számottevő aszálykárok miatt a mezőgazdasági készletek leépítése is érdemben hozzájárulhat a készletek csökkenéséhez (3-17. ábra).

### 3.2.5 Állami kereslet

A kormányzati fogyasztási keresletét a korábban elindult és az idén addicionálisan meghozott fiskális kiigazító intézkedések határozzák meg. A kormányzati beruházások finanszírozását továbbra is erős kettősség jellemzi: a tisztán költségvetési forrásokból megvalósuló beruházások súlya tovább csökken, ezt az uniós forrásokból megvalósítható projektek növekedése ellensúlyozta (3-18. ábra).

## 3-1. keretes írás: Exportpiaci részesedésünk alakulása az elmúlt években

A 2008-2009-es válság óta a magyar gazdaság növekedéséhez az exportorientált ágazatok termelésnek bővülése jelentős mértékben hozzájárult. Azonban az elmúlt években termelésbe állított autóiipari kapacitások ellenére a magyar gazdaság exportjának növekedése az elmúlt három évben – az ezt megelőző időszakokkal szemben – alig haladta meg felvevőpiacaink importjának bővülését. Ennek hátterében a globális konjunktúra gyengüléséből adódó ciklikus folyamatok mellett strukturális okok is állhatnak.

A korábbi években megfigyelhettük, hogy az export dinamikája meglehetősen érzékeny a külső keresletünk változására. Ez annak köszönhető, hogy Magyarország exportjának tetemes részét teszik ki a félkész és közbülső termékek. Ezeknek a kereslete – a fogyasztási cikkekénél – jóval érzékenyebben reagál a kereslet változására.<sup>4</sup> Ennek megfelelően a globális konjunktúra lassulása a hazai exportpiaci részesedés lassulásával, míg a konjunkturális felívelések az exportpiaci részesedés élénkülésével járnak.

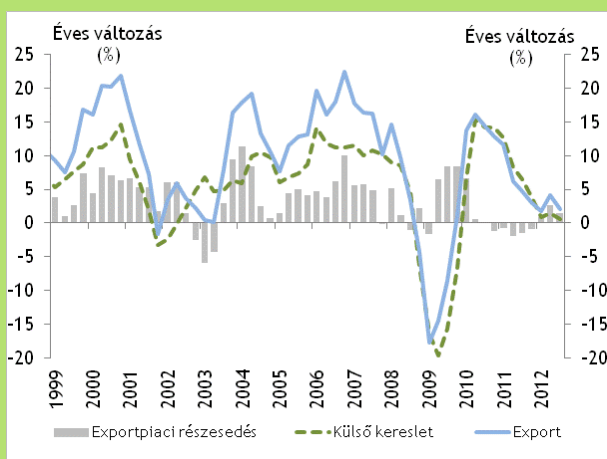
Az export dinamikájának lassulása azonban meghaladta a régiós versenytársainkét, ami versenyképességünk relatív romlására utalhat. Ennek mérésére leggyakrabban az exportpiaci részesedés – azaz exportunk és a felvevőpiacaink importja hányadosának – változását használják (3-19. és 3-20.

<sup>4</sup> Trade Volatility and Intermediate Goods, Pu Chen (2010)

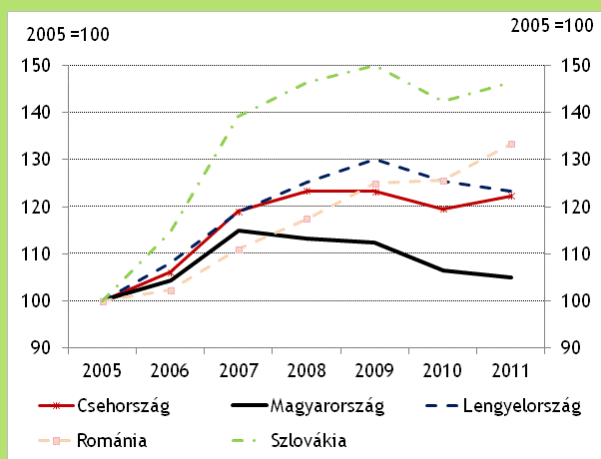
ábra). A válság előtti években exportpiaci részesedésünk átlagosan évi 4-5 százalékkal növekedett. A válság kezdetén reálárfolyamunk jelentősen leértékelődött, ami hozzájárult ahhoz, hogy piaci részesedésünk bővülhessen 2009-2010 fordulóján. 2010 második felétől azonban mindössze 0,5 százalékos átlagos növekedést figyelhettünk meg. A Mercedes-gyár üzembe állása, valamint a reálárfolyam év eleji leértékelődése a korábbi hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján az exportpiaci részesedés emelkedését indokolta volna. Az exportpiaci részesedés visszafogott alakulása mögött több tényező együttes hatása állhat.

A globális válság alatt és az azt követő években több nagy magyarországi exportőr azonban versenyképességi problémákkal küzd, melyek a termelés átszervezéséhez és csökkentéséhez (pl. Nokia, Flextronix), vagy akár csődhöz (pl. Elcoteq, Malév) vezettek. Ezt megerősíti, hogy legnagyobb exportőreink (illetve nemzetközi anyavállalataik) részvényárfolyamai a válság óta sok esetben jelentősen alulteljesítették ágazati vetélytársaik árfolyamait (3-21. ábra). Így exportpiaci részesedésünk elhúzódó gyengélkedése összefügghet fő exportőreink globálisan romló versenyhelyzetével.

3-19. ábra: Exportpiaci részesedésünk alakulása (volumen adatok alapján számítva)

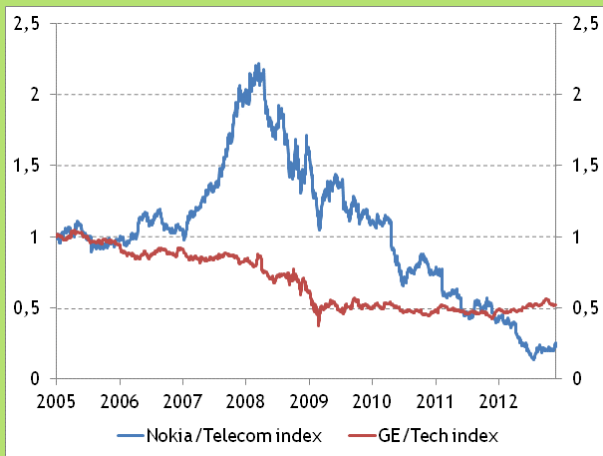


3-20. ábra: Exportpiaci részesedés a régió gazdaságaiban (érték adatok alapján számítva)

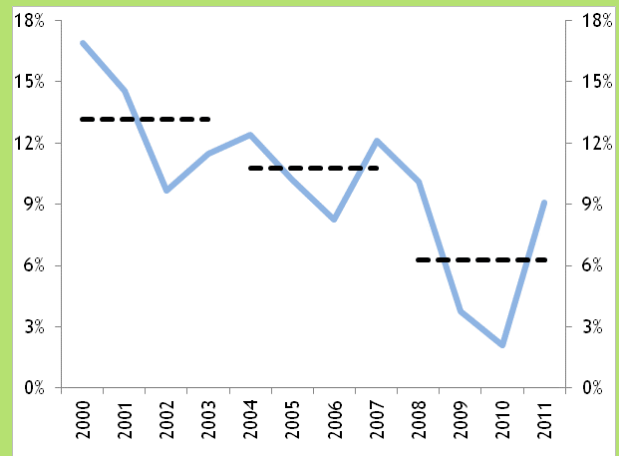


Magyarország tőkevonzó képessége romlott az elmúlt évtizedben a környező országokhoz képest. Ez nem csak azt jelenti, hogy az elmúlt években dinamikusabban fejlődő vállalatok inkább a szomszéd országokban telepedtek le, hanem a korábban ide települtek is esetenként más országba csoportosították termelésüket. A régióban felhalmozódott külföldi feldolgozóipari befektetés-állományból vett részesedésünk 2000 és 2009 közt csökkent. A külföldi befektetések elmaradása a feldolgozóipari beruházási ráta folyamatos mérséklődésében is szerepet játszhatott (3-22. ábra). Ráadásul a válság óta a hitelszűke és a beruházási hajlandóság visszaesése miatt az autóiipari nagyberuházásokkal együtt is tovább csökkent a feldolgozóipari beruházási aktivitás. Ez arra utalhat, hogy a romló külső kereslet mellett strukturális problémák állhatnak az export csökkenő teljesítménye mögött.

3-21. ábra: Az elektronikai vállalatok részvényindexének relatív elmozdulása a versenytársakhoz képest



3-22. ábra: Nettó beruházási ráta a feldolgozóiparban



Az exportpiaci részesedésünk növekedését alapvetően korlátozza a globálisan – a magán és az állami szektorban egyaránt – végbemenő mérlegkiigazítás, amely keresleti és kínálati oldalról egyaránt csökkenti a hitelfelvételt és ezzel együtt a beruházások volumenét. Amennyiben az exportkereslet újra növekedésnek indul, a beruházás élénkülésével az exportpiaci részesedés növekedése is fölgyorsulhat. Azonban nem zárható ki, hogy az export lassulása versenyképességi okokra vezethető vissza, és az elmúlt néhány negyedévben megfigyelt kedvezőtlen folyamatok tovább folytatódnak.

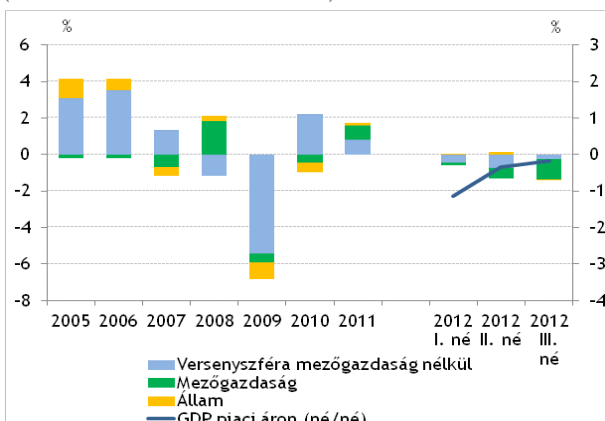
A tartósan gyenge beruházási aktivitás következményeként előrejelzési horizontunkon csak az exportpiaci részesedésünk visszafogott bővülésére számíthatunk.

### 3.3 Termelés és potenciális kibocsátás

2012 harmadik negyedében kis mértékben tovább csökkent a gazdasági kibocsátás. A belföldre termelő ágazatok tartósan visszafogott teljesítménye mellett a gyengülő külső konjunktúra az ipari ágazatokban is egyre markánsabb termeléseszköket okozott. A rendkívül kedvezőtlen időjárási feltételek mellett a mezőgazdaság termés-kiesése számottevően csökkentette a nemzetgazdasági kibocsátást.

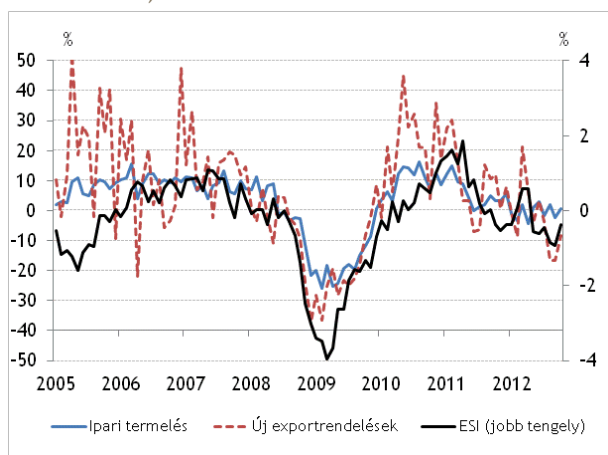
A változatlanul gyenge beruházási aktivitás és a munkanélküliségi ráta tartósan magas szintje továbbra is a gazdasági növekedés strukturális gyengeségeire hívja fel a figyelmet. A gazdaság kínálati kapacitásainak bővülése az elmúlt években érdemben lelassult. A kínálati kapacitások visszafogottabb bővülése mérsékelheti a gyenge kereslet dezinflációs hatásait.

3-23. ábra: A hazai éves GDP-változás szerkezet (2005. I. né. - 2012. III. né.)



Az év elejénél mérsékeltebb ütemben, de harmadik negyedévben is folytatódott a hazai kibocsátás csökkenése. A GDP 0,2 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest. A belső és külső piacokra termelő ágazatokban egyaránt lassuló dinamikát lehetett megfigyelni. Felvevőpiacaink lassulása, a korábban dinamikus teljesítményt mutató exportorientált termelő ágazatokban is a kibocsátás visszaesését okozta. A belső piacra termelő szektorok teljesítménye továbbra is általánosan gyengének bizonyult. A mezőgazdaság hozzáadott értéke az aszályos időjárás miatt számottevően csökkent, ami az ágazat kis súlya ellenére érdemben befolyásolta a

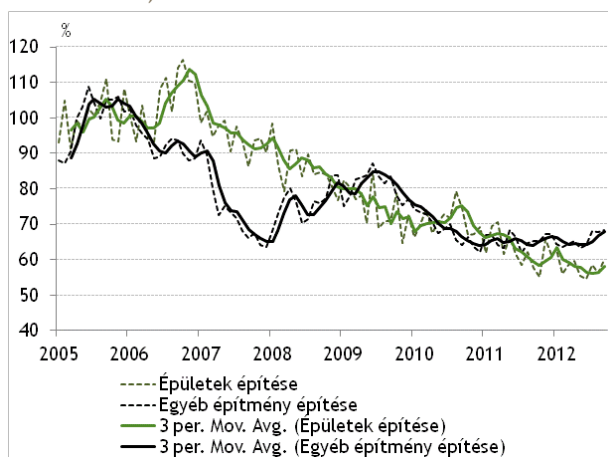
**3-24. ábra:** Az ipari termelés, új rendelések és az ipari ESI bizalmi index alakulása\* (2005 I. né. - 2012 III. né.)



**3-25. ábra:** Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás alakulása (2005 I. né. - 2012 III. né.)



**3-26. ábra:** Az építőiparban a két építményfőcsoport volumenváltozása (2005 I. né. - 2012 III. né.)



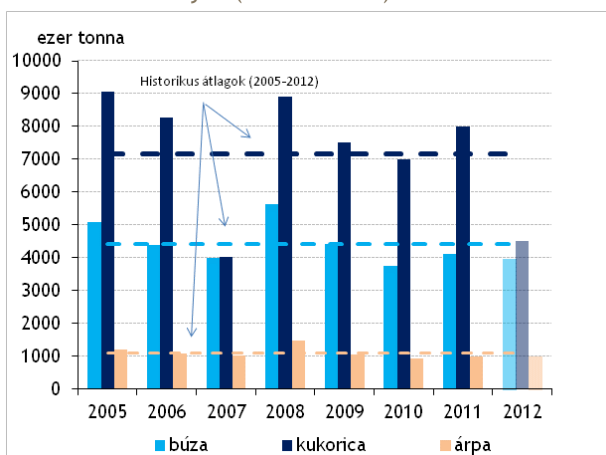
teljes nemzetgazdasági kibocsátás alakulását is (3-23. ábra).

Az *ipar* termelése stagnált a harmadik negyedévi stagnálást követően októberben érdemben mérséklődött. A nyári hónapokban látott - elsősorban a MOL olajfinomítójának részleges és tervezett leállításához köthető - egyedi hatások korrekciója javította a vegyipar teljesítményét. Ugyanakkor a gépiparon belül megtorpant a járműgyártás több hónapja tartó növekedése. Bár a Mercedes kecskeméti üzemében szeptembertől műszakbővítést hajtottak végre, ennek eredménye várhatóan csak a negyedik negyedéves adatokban jelentkezhet. Az általánosan gyengülő konjunkturális helyzettel összhangban az ágazatok szélesebb körében a termelés csökkenése volt jellemző. Változatlanul erőteljes az elektronikai szektor termelésének leépülése. A hazai ipari kilátások a korábbi hónapokhoz képest romlottak, az új rendelések a márciusi és az áprilisi kiugró értékek után az őszi hónapokban az év eleji szintek alá csökkentek, miközben a német új rendelések is mérsékelt visszaesést mutattak. Összességében a hazai ipari termelés alapfolyamataiban az év végéig nem számíthatunk jelentősebb változásra (3-24. ábra).

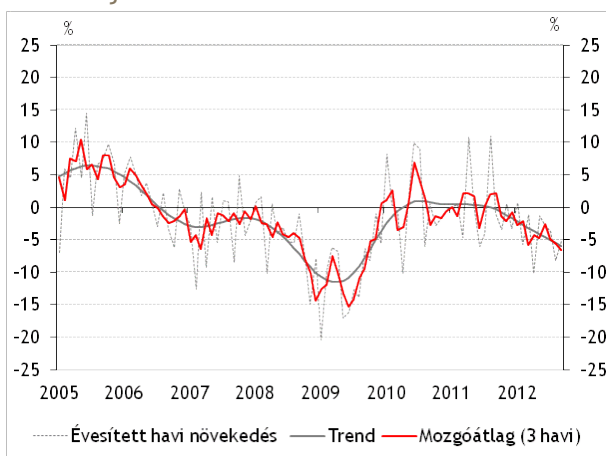
Az *építőipari termelés* több mint 5 éves folyamatos csökkenést követően bővült a harmadik negyedévben. A kedvező fejlemény főként az állami infrastrukturális beruházások (út- és vasút felújítás) esetében megfigyelt jelentős bővüléshez köthető. Az építkezések típusát tekintve a negyedév során folytatódott a két főcsoport közötti kettőség. A főként magánszektorhoz köthető építkezések továbbra is visszafogottan alakultak, míg a nagyrészt állami szektorhoz kötődő építmény beruházások pedig jelentősen bővültek a negyedév során. Az épületek építésére vonatkozó szerződések állománya a két főcsoport esetében szintén ellentétesen alakult. Az építőiparban a következő hónapokban az épületjellegű termelés további mérséklődésére és a - főként állami projektek keretében megvalósuló - egyéb építmények körében enyhe növekedésre számíthatunk. Az ágazat összes rendelésállománya alapján a következő negyedévekben a termelés stagnálása jellemezheti az ágazat helyzetét (3-25. és 3-26. ábra).

A kedvezőtlen időjárás feltételek mellett számottevően csökkentek a *mezőgazdasági termés* eredmények. A meghatározó növényi kultúrák

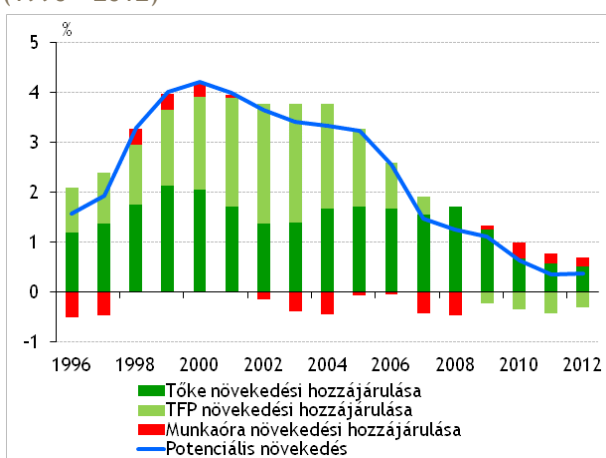
3-27. ábra: A kukorica és a búza terméseredményei (2004 - 2012)



3-28. ábra: Kiskereskedelmi értékesítések havi dinamikája



3-29. ábra: A potenciális növekedés alakulása (1996 - 2012)



termésbecslései és eredményei alapján az ágazat idei teljesítménye nem csak a tavalyinál, hanem a historikus átlagnál is érdemben gyengébb. A legkiugróbb visszaesés a kukorica terméseredményeit jellemezte, míg a búza és a többi meghatározó növénykultúra esetében kisebb elmaradásokat láthatunk (3-27. ábra).

A teljes *kiskereskedelmi forgalom* volumene a negyedév során egyre mélyülő visszaesést mutatott (3-28. ábra). A forgalom csökkenése a termékek széles körében megfigyelhető. Az eladások legjelentősebb visszaesése változatlanul a tartós fogyasztási cikkek értékesítéseit jellemzi, míg az élelmiszer eladások enyhébb mértékben csökkentek. Az őszi hónapokban folytatódott a *vendéglátás* ágazat idei évben megfigyelt folyamatos forgalomnövekedése. Októberben a különböző vendéglátó helyeken eltöltött vendégéjszakák száma több mint 9 százalékkal bővült éves összevetésben. A növekedés mind a belföldi, mind a külföldi vendégek esetében megfigyelhető volt. A szektor javuló teljesítményéhez a korábbi évek gyengébb forint árfolyama mellett, az ágazatban - nagy részben EU-s forrásokból - végrehajtott fejlesztések is hozzájárultak.

A *pénzügyi szolgáltató* ágazatok teljesítménye jelentős mértékben csökkent. A hagyományos pénzügyi műveletekből származó eredmény mind a bankok, mind a biztosítók esetében alacsony alakult. A hitelaktivitás változatlanul gyenge, míg a biztosítókat a díjbevételek csökkenése jellemezte.

A *kibocsátás potenciális szintjéről* alkotott képünk nem változott a szeptemberi inflációs jelentésben megfogalmazott helyzethez képest. A beruházások széles körben megfigyelt csökkenését az autóiparban létrejövő új kapacitásbővítő beruházások továbbra sem tudták teljes mértékben kompenzálni, így a tőkeállomány növekedési üteme tovább csökkenhetett az idei évben. A munkanélküliség elmúlt években megfigyelt élénkülése egyelőre döntően az alacsonyabb termelékenységgel jellemezhető állami közfoglalkoztatás növekedésében jelentkezett. A munkanélküliségi ráta az idei évben csökkent, ám továbbra is magas szinten alakul, ami kockázatot jelenthet a tartós munkanélküliség emelkedését illetően. Összességében mind a munkaerő-piacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés tartós lelassulására

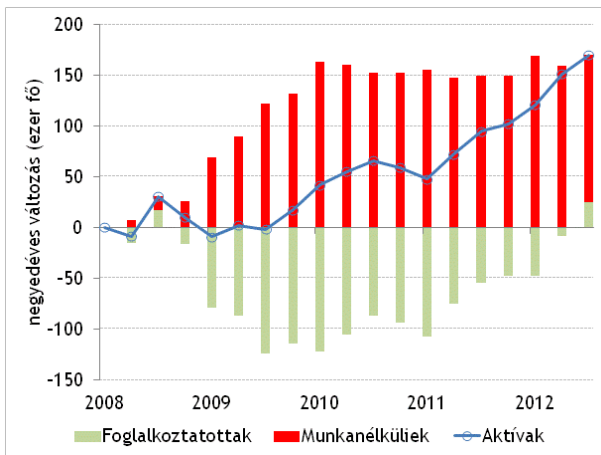
utalnak (3-29. ábra).

### 3.4 Foglalkoztatás és munkapiac

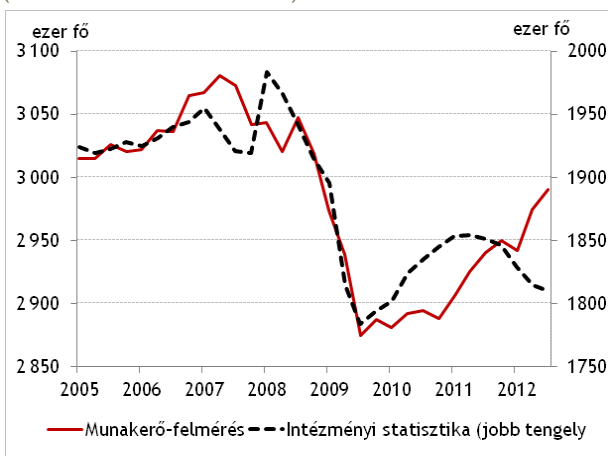
A harmadik negyedévben folytatódott az aktivitás és a foglalkoztatás bővülése a hazai munkapiacra. A foglalkoztatás növekedése elsősorban az állami közfoglalkoztatás kiterjesztésén keresztül valósult meg, de a munkaerő felmérés alapján a versenyszféra létszáma is bővült főképp a piaci szolgáltatásokhoz és a 10 fő alatti cégekhez kötődően. A változatlanul magas munkanélküliségi adatokkal összhangban a munkaerő-piac továbbra is lazának tekinthető.

Az elmúlt hónapokban az ágazatok széles körében a bérindexek lassulását figyelhettük meg. A laza munkapiaci környezet továbbra is a visszafogottabb bérezés irányába hat, mérsékelve a növekvő termelési költségek mellett a munkapiacra keresztül jelentkező másodkörös inflációs kockázatokat.

3-30. ábra: Az aktivitás változása 2008 I. negyedévéhez képest (2008 I. né. - 2012 III. né.)



3-31. ábra: Intézményi statisztika és a munkaerő-felmérés alapján számolt versenyszféra létszám (2005 I. né. - 2012 III. né.)



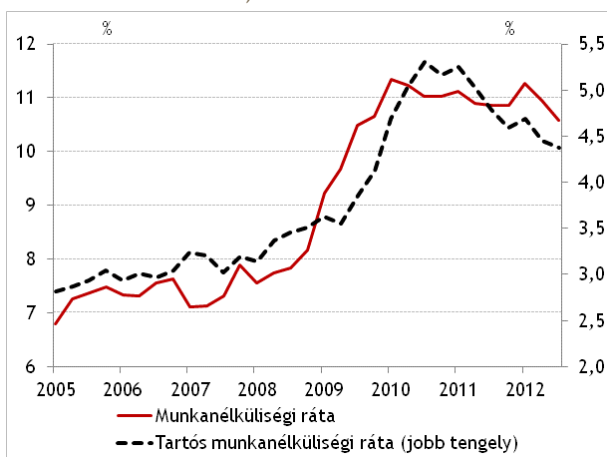
2012 harmadik negyedévében tovább folytatódott mind az aktivitás, mind a foglalkoztatottság lassú emelkedése. Az aktivitási ráta a válság előtti szinthez képest mintegy két százalékpontot emelkedve elérte az 57 százalékot. Ebben jelentős szerepe volt az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedéseknek köztük főként az időskori és a rokkant nyugdíjazási feltételek változásának és a munkanélküliségi juttatások szigorításának (3-30. ábra).

A foglalkoztatási folyamatokról rendelkezésre álló statisztikák érdemben eltérő képet mutattak az elmúlt negyedévekben (3-31. ábra). Az intézményi létszámadatok az elmúlt negyedévben is stagnálást jeleztek. A munkaerő-felmérés adatai alapján a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma kismértékben nőtt az elmúlt hónapokban, ebben elsősorban a közfoglalkoztatás kiterjesztése játszott szerepet. Ezen statisztika alapján a versenyszféra foglalkoztatottsága is emelkedett az előző negyedévhez képest. A bővülés elsősorban a piaci szolgáltató és a 10 fő alatti végek körében következett be.

A növekvő aktivitás és emelkedő foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta a harmadik negyedévben enyhén tovább mérséklődött. Ennek háttérben változatlanul a közmunkaprogramok állnak, amelyek a tartós munkanélküliek számát is mérsékeltek (3-32. ábra).

Az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma továbbra is magas. A Beveridge-görbén az elmúlt negyedévben nem tapasztaltunk érdemi elmozdulást, így a munkapiac változatlanul lazának tekinthető.

3-32. ábra: Munkanélküliségi ráta alakulása (2005. I. né. - 2012. III. né.)



### 3-2. keretes írás: A versenyszféra létszám-bővülésének lehetséges okai

A szeptemberi Inflációs jelentésben keretes írásban foglalkoztunk a különböző létszámstatisztikák eltéréseivel. A létszámstatisztikákban tapasztalt bizonytalanság megbízható termelékenységi mutatók számítását is megnehezíti, ezért is fontos megértenünk a kétféle statisztika eltéréseit.

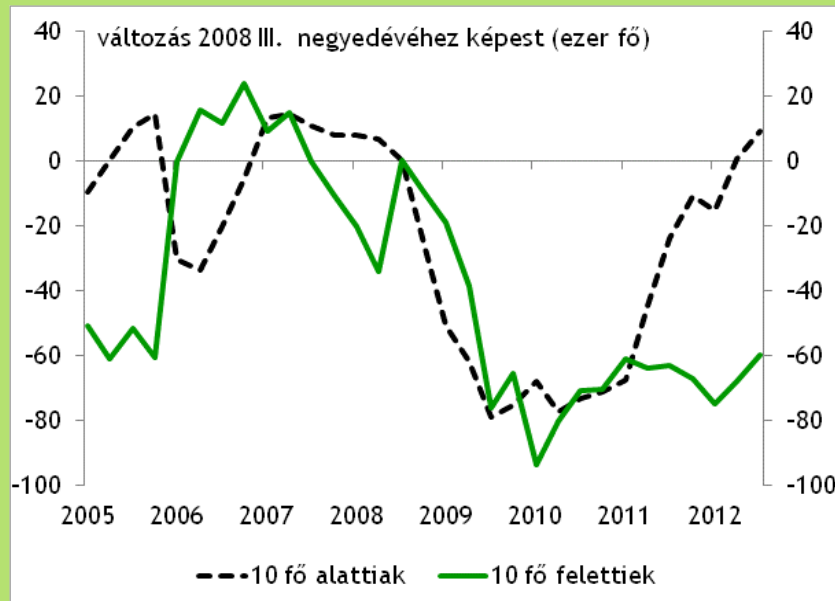
A foglalkoztatotti létszám mérésére az intézményi statisztika (IS) és a munkaerő-felmérés (MEF) adatai állnak rendelkezésre. A MEF egyéni megkereséseken alapszik és a hazai munkapiac egészét reprezentálja, míg az IS a 4 főnél többet foglalkoztató vállalkozások és költségvetési intézmények által szolgáltatott adatokat tartalmazza. Emellett egyéb módszertani eltérések is vannak a kétféle statisztika között. Ezek közül fontos kiemelni, hogy MEF a közmunkaprogramokban foglalkoztatottak számát csak nagy bizonytalansággal képes megragadni, ebből kifolyólag azok ágazati besorolása is bizonytalan.

A MEF adatai már 2011 óta a versenyszféra foglalkoztatottságának folyamatos bővülését mutatják, míg az IS szerint a foglalkoztatottak létszáma 2011 közepétől csökkennek.

A létszámadatak közötti eltérések egyik oka lehet a közfoglalkoztatás eltérő elszámolása. Az IS-ben a non-profit szektor valamint a közmunkások létszáma a versenyszférától elkülönítve szerepel. A non-profit szektor foglalkoztatottságának alakulása ugyanakkor 2009-óta erős együttmozgást mutat a közmunkás foglalkoztatás alakulásával, ami arra utal, hogy a közmunkások egy részét non-profit cégeken keresztül alkalmazták. Eközben a MEF-ben nem tudjuk elkülönítve kezelni a non-profit vállalkozásokat, azok a versenyszféra részeként jelennek meg, így ez magyarázhatja a két statisztika eltéréseit.

A létszámstatisztikák eltéréseinek másik okát a statisztikákban szereplő eltérő vállalati kör okozhatja. A MEF egyéni szintű adatai alapján kiszámolhatjuk a létszámváltozást foglalkoztatotti létszám szerinti kategóriákban. E statisztika alapján a 10 főnél kevesebb bejelentett foglalkoztatottat alkalmazó mikrovállalatok körében a válság mélypontja óta jelentősen, körülbelül 75 ezer fővel újra bővül a foglalkoztatás (lásd 3-33. ábra). Ezzel az e körben foglalkoztatottak létszáma az idei év közepére megközelítette a válságot megelőző szinteket. Ezzel szemben a nagyobb cégek foglalkoztatása érdemben nem tudott elmozdulni a válság mélypontját jellemző szintektől. A mikrovállalkozások nem jelennek meg az IS-ben, így ezek bővülése nem befolyásolja az IS statisztika alakulását.

3-33. ábra: A versenyszektorban foglalkoztatottak száma vállalati méret szerint (szezonálisan igazított negyedéves MEF adatok)



A mikrovállalatok foglalkoztatásának bővülése ellentétben áll a konjunkturális folyamatokkal. Erre a vállalati körre azonban csak kevés és viszonylag nagy mérési bizonytalanságú adat áll rendelkezésre. Emellett ezen vállalati körben nagyobb a feketefoglalkoztatás és a szürke vagy fekete gazdasági tevékenységek aránya, ami szintén az adatminőséget rontja. (Az adatokról részletesen és azok termelékenységi számításokra gyakorolt hatásáról lásd a Tényezők a hazai termelékenység romlás hátterében című 6.1. alfejezetet)

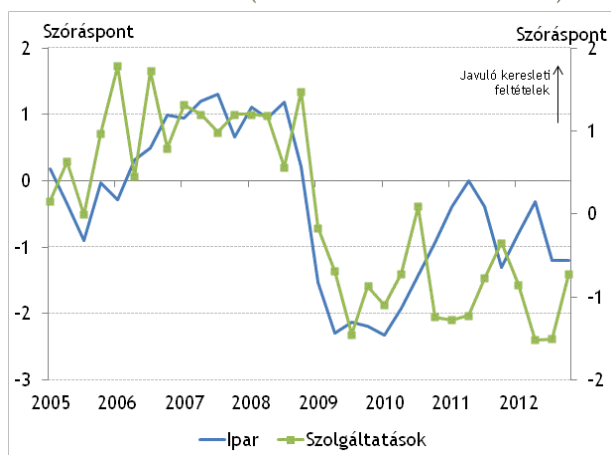
### 3.5 A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemzik, így a gyenge kereslet dezinflációs hatása változatlanul erősnek tekinthető. A tavalyi év második feléig fokozatosan záruló kibocsátási rés az idei recesszió következtében ismét tágulhatott. A szabadkapacitások bővüléséhez belső és külső keresleti tényezők egyaránt hozzájárultak. Az árazási döntésekre különösen a lakossági fogyasztás mélyülő visszaesése lehet mérséklő hatással. A gyengülő konjunkturális környezet és a termelési költségek növekedése érdemben rontotta a vállalati jövedelmezőséget, ami növelte a szektor alkalmazkodási kényszerét.

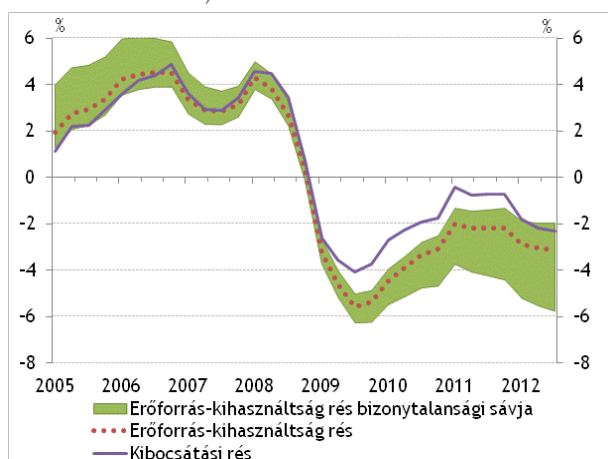
A harmadik negyedévben továbbra is fennmaradt a recessziós reálgazdasági környezet, valamint a magas ár- és bérdinamika kettősége. A gazdaságot az elmúlt időszakban számottevő költségsokkok érték, melyek érdemi szerepet játszhattak a magas nominális pálya kialakulásában. Másfelől több jel utal arra, hogy a kereslet dezinflációs ereje az elmúlt negyedévekben is számottevő maradhatott.

A versenyszféra kapacitás-kihasználtsági mutatói alapján a keresleti feltételek gyengék maradhattak a harmadik negyedévben (3-34. ábra). Az ipari kapacitáskihasználtság a gyenge

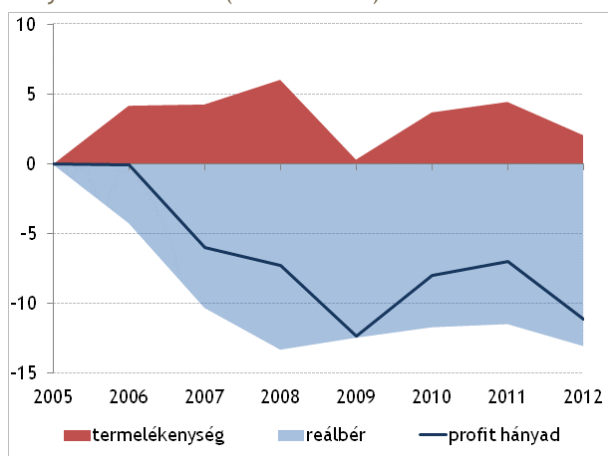
3-34. ábra: Keresleti korlátok a fő ágazatokban az ESI felmérés szerint (2002 I. né. - 2012 III. né.)



3-35. ábra: A kibocsátási rés alakulása\* (2005 I. né. -2012 III. né.)



3-36. ábra: A termelékenység, reálbér és a profit hányad alakulás a (2005 - 2012)



nemzetközi konjunktúrával összhangban 2011 eleje óta csökkent. A szolgáltató szektort a válság óta folyó mérlegkiigazítás következtében tartós kapacitásfelesleg jellemezheti.

A kereslet dezinflációs erejét tükrözheti a tartós iparcikkek és a piaci szolgáltatások visszafogott áralakulása is. Ugyanakkor számos szolgáltatás ára jellemzően januárban változik, így a jövő év eleji inflációs adatok ismeretében ítélnélhető meg pontosabban a kereslet oldaláról érkező dezinflációs hatás erőssége.

Aktuális becslésünk szerint a kibocsátási rés 2011 óta fokozatosan nyílt, az ismét gyengülő külső kereslet és a huzamosabb ideje visszafogott belföldi kereslet együttes hatására (3-35. ábra).

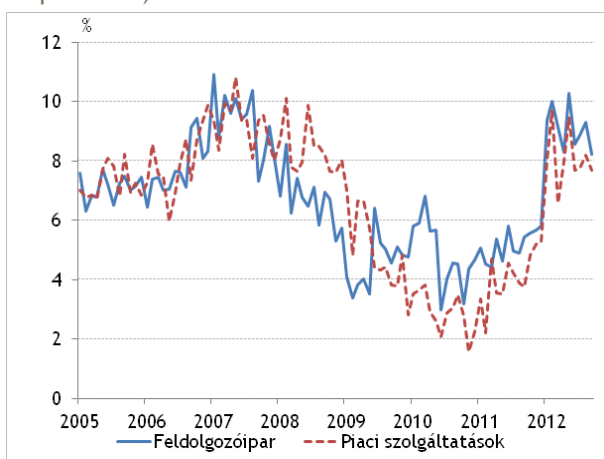
A romló ciklikus helyzettel összhangban a vállalati szektor profitabilitása is csökkent az elmúlt negyedévekben. A jövedelmezőség romlásához a romló termelékenység mellett az adminisztratív béremelések nyomán emelkedő bérköltségek és a magas nyersanyag-árak miatt növekvő termelési költségek is hozzájárultak (3-36. ábra). Több szektor esetében szintén a profithelyzet romlását okozhatta az átmenetinek vélt adó-emelésekhez történő vállalati alkalmazkodás is. A termelékenység gyengüléséhez a kereslet ciklikus visszaesése mellett a foglalkoztatás negyedévek óta megfigyelt emelkedése is hozzájárult. A létszámbővülésben strukturális tényezők is megjelenhetnek, így a termelékenység romlása illetve a profithányad csökkenése részben trendszerű jelenség lehet (a termelékenységi folyamatokat részletesen elemezzük a 6.1. fejezetben).

### 3.6 Költségek és infláció

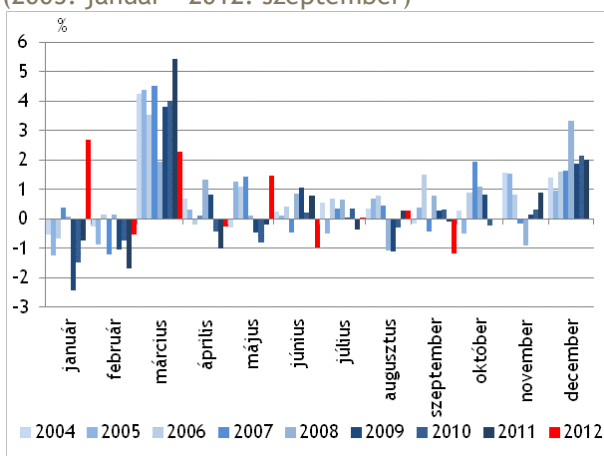
A szeptemberi csúcsot követően az őszi hónapokban jelentősen lassult az éves fogyasztói infláció. Az árindex csökkenését főként az üzemanyag-árak csökkenése okozta. Az inflációs nyomás mérséklődése kisebb mértékben az inflációs alapfolyamatokat mérő mutatószámokban is jelentkezett, ami a továbbra is csökkenő belföldi kereslet változatlanul erős dezinflációs hatásaira utal. A gyenge kereslet mellett az elmúlt félévben az év elejénél erősebb szinten stabilizálódó forint árfolyam is az inflációs alapfolyamatok mérséklődése irányába hatott.

Az év eleji markáns gyorsulást követően az elmúlt hónapokban mérséklődött a versenyszféra bérendexe. Az állami bérkompenzáció ellensúlyozta az adminisztratív béremelések közvetlen költségnövelő hatásait, ám a bérskálán tovagyrúzó hatások a termelékenység alakulásától elszakadó bérnövekedést okoztak a versenyszféra vállalatainál. Az emelkedő fajlagos bérköltségek növelhetik az érintett vállalatok rövid távú alkalmazkodási kényszerét.

3-37. ábra: A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása (2005. január - 2012. szeptember)



3-38. ábra: A rendszeres keresetek havi változása (2005. január - 2012. szeptember)



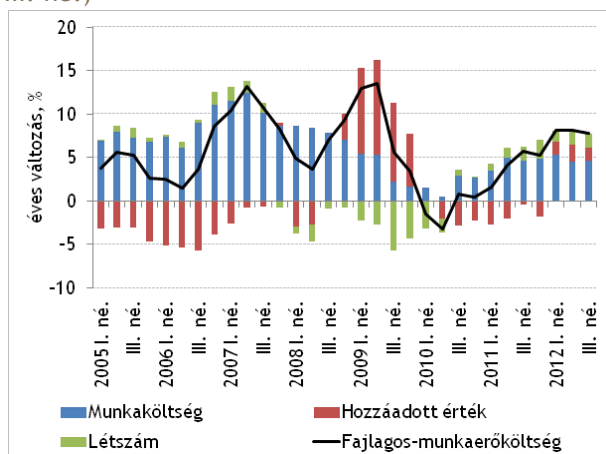
#### 3.6.1 Bérek

2012 szeptemberében a rendszeres keresetek a nemzetgazdaságban 4,3 százalékkal, a versenyszférában 6,8 százalékkal nőttek, míg az államháztartásban (közfoglalkoztatottakkal együtt) 1,7 százalékkal csökkentek. Az év eleji markáns béremelkedést követően az utóbbi hónapokban mérséklődött a versenyszféra bérendexe (3-37. ábra). A lassabb bérdinamika különösen a feldolgozóiparban volt szembeutó, amihez a műszakpótlékok szabályozásának évközi változása és az ipari termelés őszi csökkenése is hozzájárulhatott (3-38. ábra).

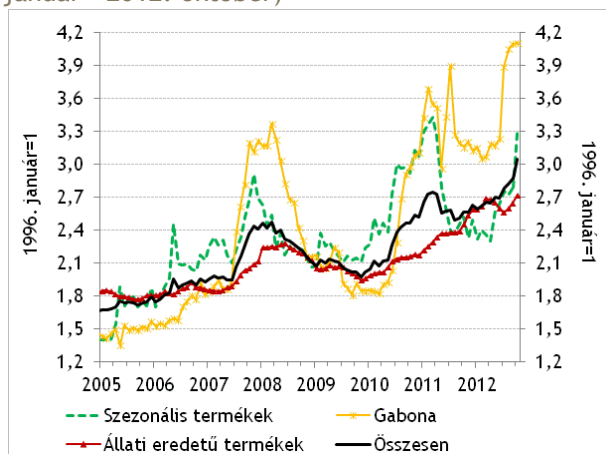
A rendszeres keresetek az év első felében átlagosan 8 százalékkal emelkedtek, melynek háttérében az év elején életbe lépő adminisztratív intézkedések álltak. Az intézkedések elsősorban az alacsony keresetűek bérendexében okoztak megugrást. Azonban az intézkedések által közvetlenül nem érintett magasabb kereseti kategóriákban foglalkoztattak bérei is emelkedtek, melyekre a kormányzat által nyújtott kompenzáció nem terjedt ki (a témáról bővebb elemzést a 3-3. keretes írásban mutatunk be).

A munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomást több tényező tompíthatja. A vállalatok továbbra is visszafogják a nem rendszeres kereseti elemek kifizetését. A versenyszférában megfigyelt egyéb munkajövedelem (elsősorban cafetéria-kifizetések) több mint 10 százalékkal elmarad a tavalyi évben megfigyelt kifizetésektől. Emellett az állami bérkompenzáció széles körű igénybevétele is a költségnövekedés mérséklése irányába hatott. Az éves bérendex meghatározásában az év végi jutalomkifizetéseknek döntő szerepük lesz.

**3-39. ábra:** Fajlagos-munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában (2006. I. né. - 2012. III. né.)

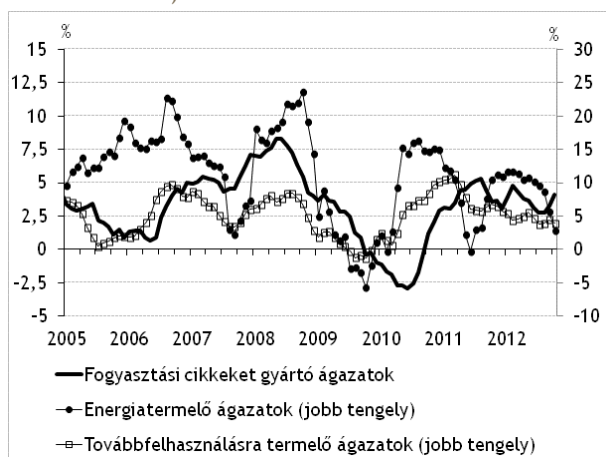


**3-40. ábra:** A mezőgazdasági termelői árak (2005. január - 2012. október)



Megjegyzés: Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertés- és baromfi- hús, tojás, tej; a súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becslést nagyságára alapján

**3-41. ábra:** Az ipari termelői árak (2005. január - 2012. október)



Az elmúlt negyedévek termelékenység romlása és az adminisztratív intézkedések hatására gyorsuló bérnövekedés a fajlagos bérköltségek emelkedését okozta. Ennek hatását csak részben tompította a nem rendszeres kereseti elemek visszafogása valamint az állami bérkompenzáció hatása. A fajlagos-munkaköltségek dinamikája a válság előtti években mért ütem közelébe emelkedett, ami különösen a munkaintenzív ágazatokban növelheti a költség-oldali inflációs nyomást (3-39. ábra).

Az elmúlt hónapokban az állami szférában foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete csökkent. Ennek elsődleges oka a közfoglalkoztatottak magas számából adódó összetétel-hatás volt.

### 3.6.2 Termelői árak

A mezőgazdasági termékek árai az év eleje óta fokozatos emelkedést mutatnak. Az elmúlt hónapokban a jelentősen emelkedő gabonatermelői árak és a növekvő szezonális élelmiszerárak járultak hozzá a termelői árak emelkedéséhez (3-40. ábra).

Idén kedvezőtlen időjárási feltételek alakították nemcsak hazai, hanem a nemzetközi mezőgazdasági termelés alakulását is. Emiatt előretekintve a termelői árak további emelkedése várható, amelyet a következő hónapokra vonatkozó magas határidős gabona árjegyzések is alátámasztanak.

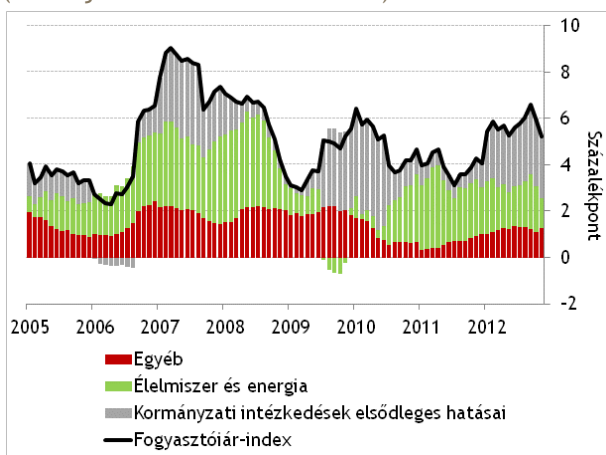
A forint dollárral szembeni erősödése és az olajárak korrekciója az energiatermelő ágazatok termelői árainak csökkenését okozták. A többi ágazat esetében a világpiaci árhatások és a forint erősödésének eredőjeként az ipari árak dinamikája az elmúlt hónapokban nem mutatott érdemi elmozdulást. Ugyanakkor az élelmiszer-feldolgozó ágazatokban - összhangban a magasabb nyersanyagárakkal - fokozódó árnövekedés jelentkezik (3-41. ábra).

### 3.6.3 Fogyasztói árak

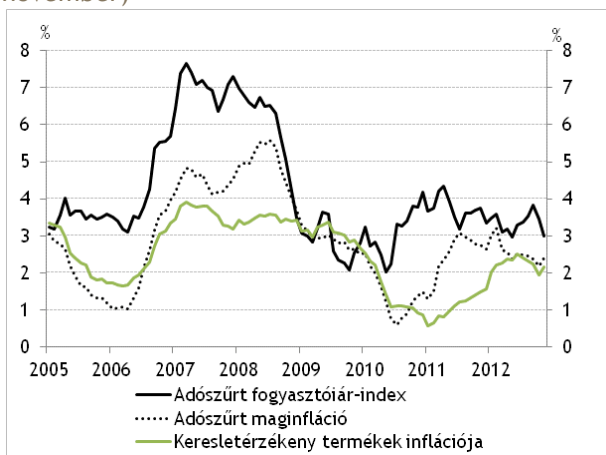
A szeptemberi csúcsot követően a fogyasztóiár-index októberben 6 százalékra, majd novemberben 5,2 százalékra süllyedt. A megfigyelt csökkenés hátterében főként az üzemanyagok árának mérséklődése és az iparcikkek enyhülő inflációja állnak. Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban a jegybanki várakozásoknál is kedvezőbben alakultak (3-42. ábra).

Az év eleji indirektadó-emelések és a

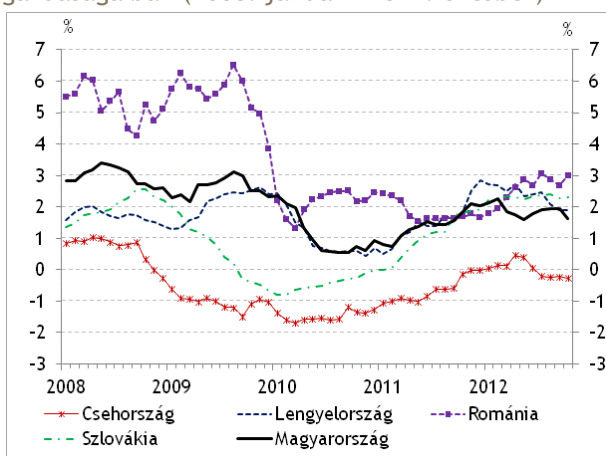
3-42. ábra: A fogyasztóiár-index dekompozíciója (2005. január - 2012. november)



3-43. ábra: Az adózúrt fogyasztóiár-index és maginfláció, illetve a kereslet érzékeny termékek inflációjának alakulása (2005. január - 2012. november)



3-44. ábra: Keresletérzékeny infláció a régió gazdaságaiban (2008. január - 2012. október)



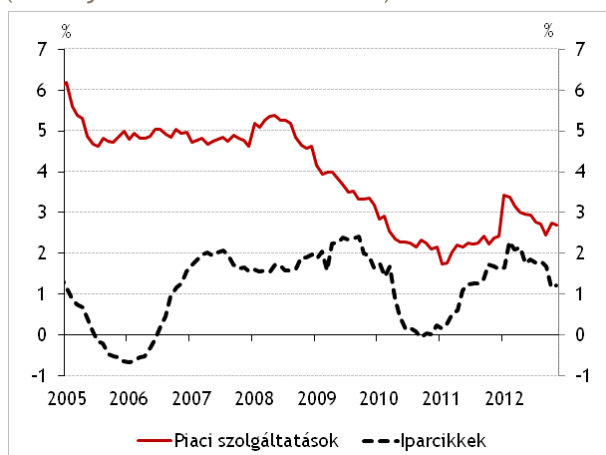
költségsokkok (nyers élelmiszer és üzemanyagár) változatlanul jelentős hozzájárulást képviseltek az a nemzetközi összehasonlításban magas hazai inflációban. Az ezen hatásokat kiszűrő inflációs alapfolyamatok kedvezőbb képet mutatnak. A keresletre érzékeny termékek inflációja az év közepe óta enyhén csökkent (3-43. ábra). A tartósan visszafogott belső kereslettel összhangban a korábban régiós összevetésben magas mutató, az elmúlt negyedévekben az általánosan alacsonyabb inflációs környezettel jellemezhető gazdaságokban megfigyelt szinten alakult (3-44. ábra).

Az *iparcikkek* inflációját az elmúlt hónapokban az év elejéhez képest erősebb árfolyam és a gyenge kereslet határozta meg. A tartós iparcikkek ára továbbra is csökken. A termékcsoportot visszafogott áralakulás jellemzi, melyet a gyenge keresleti körülmények magyarázhatnak. Az erősebb forint árfolyam a nem-tartós iparcikkek áraiban is éreztethette hatását, emellett a tétel éves inflációját egyedi tényezők (repülő-jegyárak jelentős csökkenése) is befolyásolták.

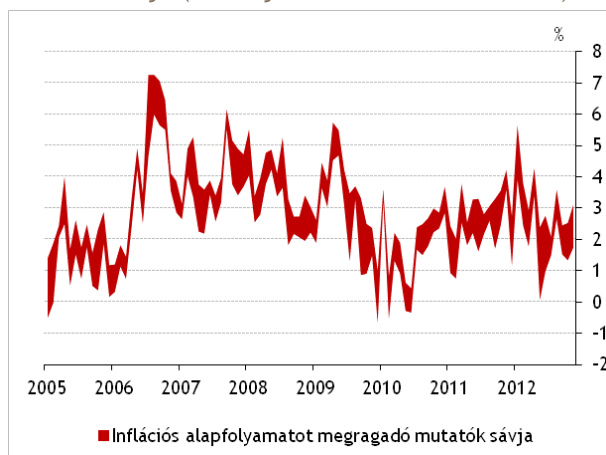
A *piaci szolgáltatások* adóváltozásoktól szűrt havi inflációja február óta a szokásos szezonálisnál kedvezőbben alakult, melynek eredményeként a termékkör éves indexe historikusan alacsony. Az éves index októberi emelkedését bázishatás okozta. A piaci szolgáltatások áralakulása a gyenge belföldi kereslet erős árleszorító hatását tükrözheti. Ugyanakkor fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a szolgáltatások esetében ritka az év végi átárazás, így a szektorban jelentkező inflációs nyomás mértékéről a jövő év első hónapjainak adatai szolgáltatathatnak érdemi új információval (3-45. ábra).

A költségsokkra érzékeny élelmiszerek árai a termelői árakkal összhangban az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek. A *feldolgozatlan élelmiszerek* áralakulását az idei év kedvezőtlen időjárása befolyásolta, a szezonális termékek árai (zöldség, gyümölcs és burgonya) jelentős árnövekedést mutattak. A *feldolgozott élelmiszerek* esetében az erősödő termelői árnyomás mellett az elmúlt negyedévekben magas szinten alakuló üzemanyagárak is árak emelkedése irányába hatnak. A fokozódó költségnyomás ellenére a fogyasztói árakban egyelőre csak mérsékelt gyorsulás érzékelhető. Az áremelkedés a termékkörön belül egyelőre főként a feldolgozott hústermékek áraiban jelentkezett. A költségsokkok

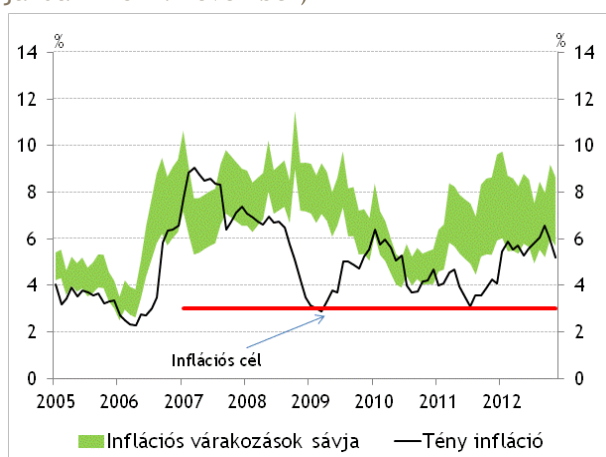
3-45. ábra: A piaci szolgáltatások és az iparcikkek éves inflációja (indirekt adótól szűrt adatok) (2005. január - 2012. november)



3-46. ábra: Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja (2005. január - 2012. november)



3-47. ábra: Lakossági inflációs várakozások (2005. január - 2012. november)



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB számítás

lassú begyűrűzése arra utal, hogy a mérséklődő lakossági kereslet az élelmiszerek piacán is korlátozhatja a kereskedők áremelési döntéseit. Ennek ellenére a nyersélelmiszer áremelkedés hatására a feldolgozott élelmiszerek inflációja a következő hónapokban várhatóan tovább erősödhet.

A forint dollárral szembeni jelentős erősödése az üzemanyagárak érdemi mérséklődését okozta az elmúlt hónapokban. A szabályozott energia árakat az év egészéhez hasonlóan változatlanul visszafogott árdinamika jellemzi. A gyógyszertermékek körében az ártámogatások csökkentése ellenére a támogatott gyógyszerek árai kevésbé emelkedtek<sup>5</sup>. A támogatások csökkentéséből adódó áremelkedést az év elején bevezetett új árazási technikák (pl. vaklicit) tompíthatták.

Összességében az elmúlt időszakban a költségsokkok (nyers élelmiszer és üzemanyagár), járultak hozzá leginkább az infláció alakulásához. Ugyanakkor a termékek széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhettünk meg. Előretekintve a keresletoldali inflációs nyomás a következő hónapokban is alacsony maradhat. Az üzemanyagárak erőteljes csökkenése és a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedésének mérséklődése rövid távon javuló inflációs folyamatokat vonhat maga után.

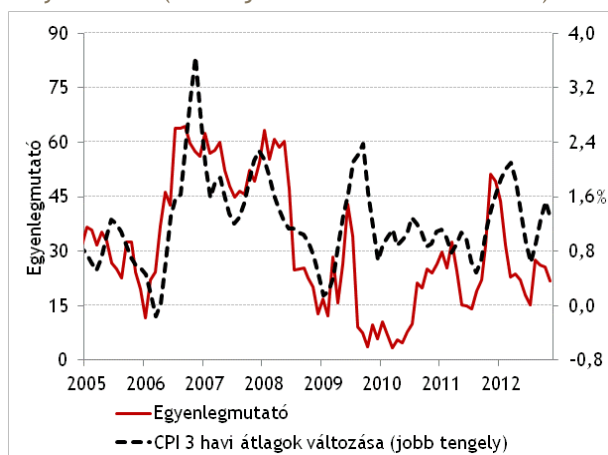
### 3.6.4 Inflációs várakozások

A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései az év közepi csökkenést követően emelkedtek (3-47. ábra). A növekedéshez az elmúlt hónapokra jellemző magasabb nyersanyagárak és a kormányzati adóintézkedések is hozzájárulhattak. Az erősebb árfolyam és a visszafogott növekedést mutató rezsiköltségek ellenére a lakosság inflációs érzékelései továbbra is magas szinten vannak. Követve az infláció elmúlt negyedévekben mért erős volatilitását, a várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelések bizonytalansága is növekedett.

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározóak a kiskereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai.

<sup>5</sup> Feltételezhetően a támogatások csökkentése inkább az érintett termékek magyar piacról történő kivezetését okozhatja.

**3-48. ábra:** A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tény infláció (2005. január - 2012. november)



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

A várakozások az év közepi növekedést követően enyhén csökkentek, ami arra utalhat, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatásai továbbra is erős korlátot jelenthetnek a szektor árazási döntéseiben (3-48. ábra).

### 3-3. keretes írás: Az adminisztratív béremelések hatásai a versenyszféra bérezésére

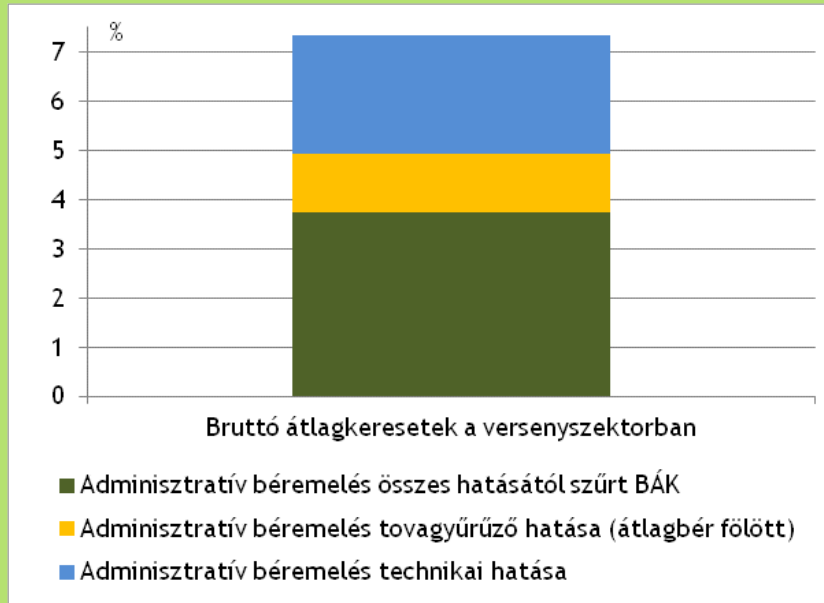
A 2012-ben életbe lépett adminisztratív béremelések (minimálbér-emelés, a garantált bérminimum emelése) mind közvetve mind közvetlenül jelentősen hozzájárultak a bruttó átlagkeresetek emelkedéséhez. Az intézkedések elsősorban az alacsony keresetűek bérindexében okoztak megugrást. Azonban az intézkedések által közvetlenül nem érintett magasabb kereseti kategóriákban foglalkoztattak bérei is emelkedtek, melyekre a kormányzat által nyújtott kompenzáció nem terjedt ki. Az intézkedések megnehezítik a 2012-es bérfolyamatok elemzését, ezért ebben a keretes írásban a fenti hatásokat számszerűsítettük.

A közvetlen hatás becsléséhez az NFSZ 2011-es Bértarifa felmérését használtuk. A versenyszférában minimálbért és garantált bérminimumot keresők létszáma és bértömege alapján számítottuk ki, hogy mekkora az intézkedések közvetlen hatása a bérindexre. Ennek értéke megközelítőleg 2,4 százalékpontot jelent a versenyszféra 2012-es bérindexében.

A magas keresetűek körében a tovagyrúzó hatás lehetséges oka, hogy a cégek igyekeznek fenntartani a dolgozók relatív termelékenysége és relatív bére közötti kapcsolatot. Emellett további lehetséges magyarázat lehet a fehéredés (a bejelentett bértömeg közeledik a valós bértömeghez). Az előbbi esetben az alacsonyabb keresetűek bérenek emelésekor vállalatokon belüli bérkülönbségek fenntartása érdekében a magasabb keresetűek bérét is emelik (bértorlódás). A másodkörös hatás alternatív magyarázataként elképzelhető a feszesség is a magasabb képzettségűek körében. Így az idei bérindexből az adminisztratív intézkedések tovagyrúzó hatásai nagyjából további 1,1 százalékpontot magyarázhatnak, ami az alternatív magyarázat miatt felsőbecslésnek tekinthető. Ez az emelkedés már azokban a keresetkategóriákban jelentkezik, amelyekre nem vonatkozik a bérkompenzáció, vagyis a vállalatoknál teljes egészében bérköltség-emelkedésként jelentkezik (3-49. ábra).

Számításaink alapján a 2012-es, adminisztratív intézkedésektől szűrt, a bérek alapfolyamatait jobban megragadó bérindex 3,7 százalék körül alakul. Ehhez adódik a magasabb keresetűek körében tapasztalt másodkörös hatás, így az effektív bérköltség 4-5 százalék körül nőtt, ami recesszióban magasnak tekinthető, alkalmazkodást igényel. Az alkalmazkodás az utóbbi hónapok béradatain már megfigyelhető volt.

3-49. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkeresetek emelkedése különböző bérszintek mellett

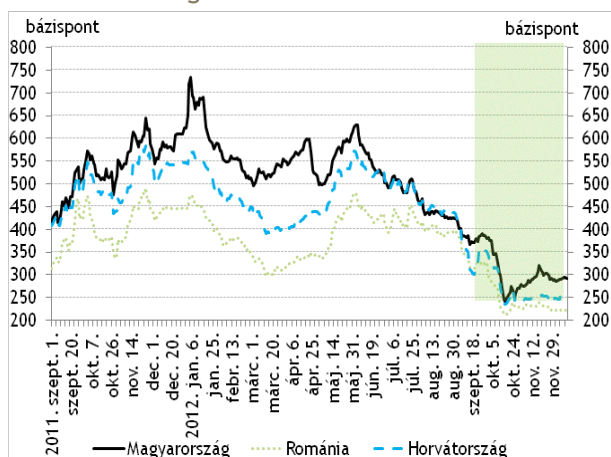


## 4 PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

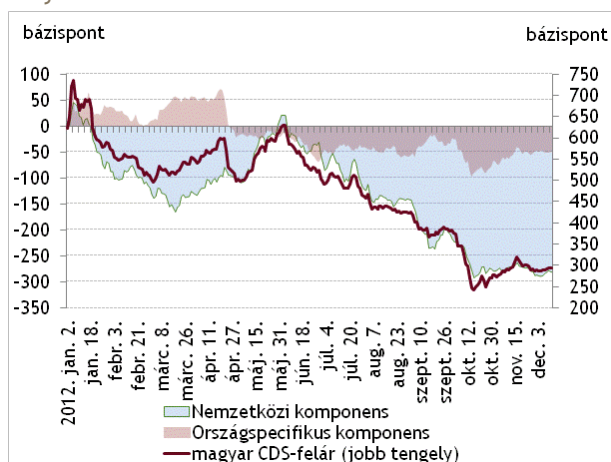
### 4.1 Hazai pénzügyi folyamatok

2012 szeptembere óta a Magyarország kockázati megítélését jellemző mutatók jelentősen javultak, ami részben a nemzetközi befektetési környezet javulásának, részben pedig egy egyszeri technikai hatásnak köszönhető. Mindez főként az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos pozitív fejleményekhez, valamint a jegybankok mennyiségi lazítási programjának kibővítéséhez köthető. Kisebb elszakadásoktól eltekintve a hazai felárak követték a nemzetközi piaci mozgásokat. A hazai események közül az október elején bejelentett első kiigazító csomag pozitív, míg a második kiigazító csomag inkább negatív hatással volt hazánk piaci megítélésére. A forint/euro árfolyam mozgását jobbra a nemzetközi hangulat befolyásolta az elmúlt három hónapban, a magyar események hatása feltehetően csak egy-egy rövidebb időszakban érvényesült erőteljesebben az árfolyammozgásban. A magyar hitelbesorolás november végi rontásának is csak átmeneti hatása volt a forint/euro árfolyamra. A CDS-felárunk is jelentősen, 80 bázisponttal mérséklődött, bár a vizsgált időszak egy részében kissé elszakadtunk a régiós tendenciáktól negatív irányba. A forint állampapírok referenciahozamai is csökkentek, míg a külföldiek állampapír-állománya újabb rekordszintre, 5000 milliárd forint fölé emelkedett. Ezzel a nem rezidens piaci szereplők a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják.

4-1. ábra: Régiós 5 éves szuverén CDS-felárak



4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis-Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben.

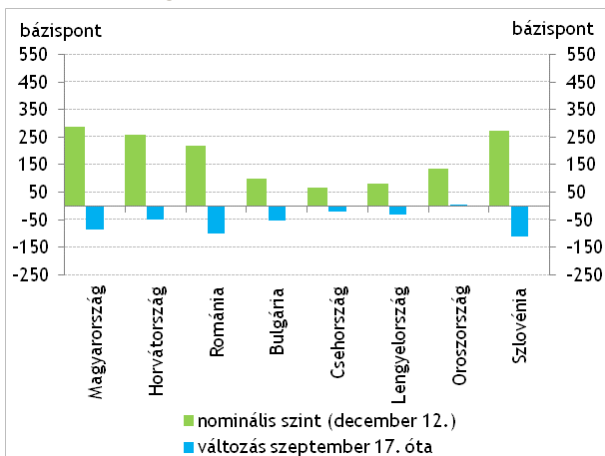
#### 4.1.1 Hazai kockázati megítélés

Az elmúlt három hónapban Magyarország kockázati megítélését jelző mutató érdemben csökkentek, ennek hátterében részben a kedvezőbbé váló nemzetközi környezet, részben egy egyszeri technikai hatás (erről részletesen lásd a 4-1. keretes írást) állhatott, míg az országspecifikus tényezők kisebb mértékben, de összességében, a vizsgált időszak egészében pozitív irányba hatottak. A kedvező irányú változás azonban nem volt egyenletes: míg október első felében a kockázati megítélésünk a régiós országokhoz hasonlóan a korábbi időszakhoz képest gyorsan és jelentősen javult, addig október második felétől november közepéig feláraink ellentétes irányú mozgása volt megfigyelhető (4-1. és 4-2. ábra). Ekkor a hazai eszközök kissé alulteljesítettek a régióban. Az utóbbi egy hónapban ugyanakkor enyhe javulást tapasztalhattunk.

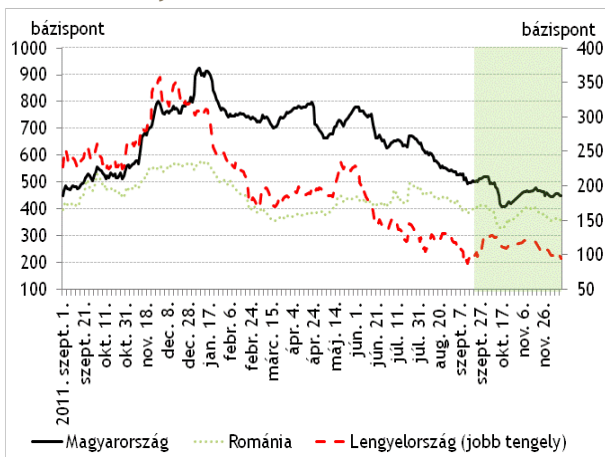
A nemzetközi környezet javulása egyrészt az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos fejleményekhez volt köthető. Az eurozóna perifériaországok sikeres kötvényaukciói, a görög programmal kapcsolatos újabb megállapodások, valamint a spanyol bankrendszer korábban vártnál kisebb feltőkésítési igénye egyaránt mérsékelte a piaci feszültségeket. Másrészt a nagy jegybankok mennyiségi lazítási programjainak kibővítése szintén hozzájárult a globális kockázatvállalási hajlandóság növekedéséhez.

A kedvező nemzetközi hangulatban a kockázatos

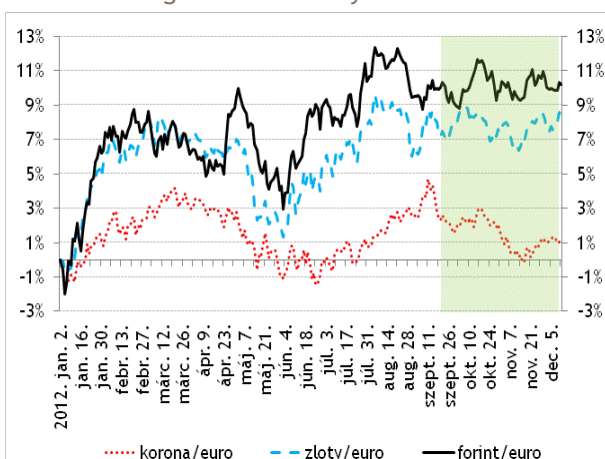
4-3. ábra: Régiós 5 éves CDS-felárak változása



4-4. ábra: Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény-felárak



4-5. ábra: Régiós devizaárfolyamok alakulása



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

eszközök felárai csökkentek. Az eurozóna periféria országainak állampapírhozamai és CDS-felárai estek, különösen a görög hozamok mérséklődése volt számottevő. A fejlett részvénypiaci indexek az időszak közepén tapasztalható enyhébb visszaesést nagyrészt korigálni tudták december elejére, míg a nyersanyagok árai az időszak egészét tekintve némileg csökkentek.

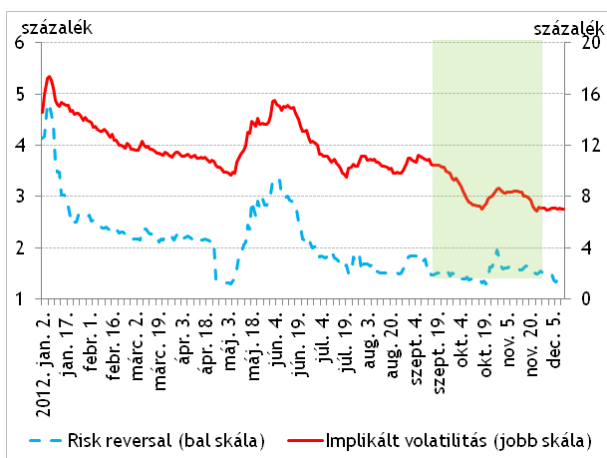
Kisebbszakadásoktól eltekintve a hazai felárak lekövezték a nemzetközi piaci mozgásokat. Az ötéves magyar CDS-felár az időszak eleji 370 bázisponttól az időszak végére 290 bázispontos szint közelébe csökkent. A mutató október második feléig lényegében együtt mozgott a hasonló kockázatú régiós országok feláraival, majd innentől elszakadt azoktól: míg Horvátország és Románia felárai inkább stagnáltak ebben az időszakban, addig hazánk esetében november közepéig egy 70 bázispontos emelkedés következett be, elérve a 320-as szintet. Ugyanakkor az utóbbi egy hónapban kisebb korrekciót láthattunk, ekkor újra a régiós tendenciákkal összhangban mozgott a hazai felár (4-3. ábra).

A hazai események közül az október elején bejelentett kiigazító csomag fogadtatása elemzői körökben egyértelműen pozitív volt, míg megszorító intézkedések második köre már inkább rontott piaci megítélésünkön. Mindehhez még hozzájárulhatott a kormányzatnak az IMF-tárgyalásokra vonatkozó sokszor ellentmondásos kommunikációja, valamint az azt kísérő negatív elemzői kommentárok hatása is.

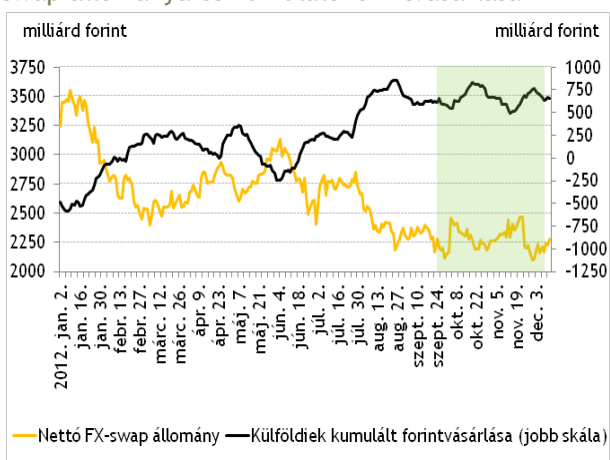
#### 4.1.2 Devizapiaci folyamatok

A forint/euro árfolyam mozgását jobbra a nemzetközi hangulat befolyásolta az elmúlt három hónapban, a magyar események hatása feltehetően csak egy-egy rövidebb időszakban érvényesült erőteljesebben az árfolyammozgásban. A forint árfolyama a vizsgált időszakban viszonylag szűk sávban, 277 és 286 forint között mozgott. A hazai események közül az október elején, illetve közepén bejelentett hiánycsökkentő intézkedésekkel kapcsolatos hírek és nyilatkozatok hatottak érdemben. Ekkor a forint árfolyama ideiglenesen pozitív irányba szakadt el a referenciául szolgáló lengyel zloty árfolyamától, míg november elejétől már szorosabb együttmozgást mutatott a két deviza. Az IMF tárgyalásokkal kapcsolatos hírekre továbbra is

4-6. ábra: 1 hónapos implikált volatilitás és risk reversal



4-7. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása



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

figyelt a piac, ugyanakkor ezek már kisebb kilengéseket okoztak a forint árfolyamában. Emellett a magyar hitelbesorolás november végi rontásának is csak átmeneti hatása volt a forint/euro árfolyamra, ahogy a vártnál rosszabb GDP is csak kis mértékben befolyásolta az árfolyamot (4-5. ábra).

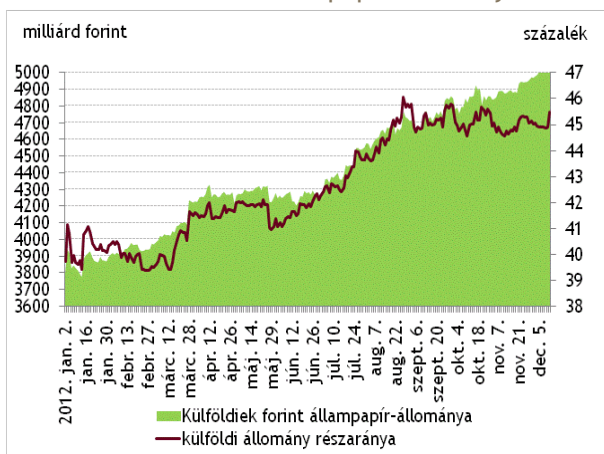
A devizapiaci opciós jegyzésekből számított előretekintő kockázati mutatóink a vizsgált időszakban nem adtak egyértelmű képet: míg a forint leértékelődésének valószínűségét jelző mutató értéke némi ingadozástól eltekintve érdemben nem változott, addig az egy hónapos implikált volatilitás a bizonytalanság csökkenésére utalva több mint 3 százalékkal mérséklődött (4-6. ábra).

Az elmúlt időszak nagy részében a hazai FX-swap piacot nyugodt kereskedés jellemezte, azonban mind a harmadik negyedév végén, mind az év végéhez közeledve érezhetőek voltak a feltehetően a mérlegek átmeneti tisztításához kapcsolódó feszültségek. Szeptember végén a piaci szereplők egy része átmeneti időre értékesítette rövid futamidejű forint eszközeit és a megszerzett forintlikviditást a hazai FX-swap piacon helyezte ki, amely a rövid futamidejű ügyletek implikált forinthozamainak csökkenését eredményezte. A szeptember végén megfigyelt folyamatok mértékükben elmaradtak a június végi, feltehetően hasonló okokból előállt feszültségektől. Az év végéhez közeledve a jövő évre átnyúló piaci szegmensekben az implikált hozamok csökkenése következett be (előbb 3, majd 2, illetve 1 hónapos horizonton) és a rövidebb futamidőkön is fokozódtak a feszültségek, ami növeli a tavaly év végi átmeneti turbulencia megismétlődésének a valószínűségét. A lehetséges feszültségek ellensúlyozására az MNB egy eurolikviditást nyújtó FX-swap tendert hirdetett meg.

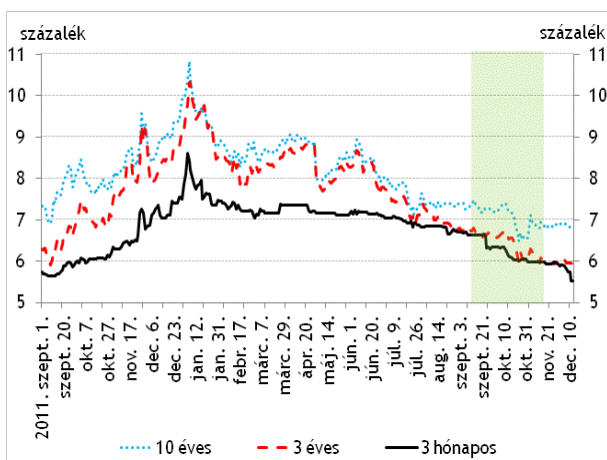
A külföldi szektor nettó FX-swap állománya az időszak elejéhez képest 80 milliárd forinttal nőtt, amely a két bruttó szár érdemi csökkenésének eredményeként állt elő. Mindezzel párhuzamosan a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása közel 100 milliárddal emelkedett (4-7. ábra). A külföldiek MNB-kötvényállománya az időszak során jelentős mértékben ingadozott.

#### 4.1.3 Állampapírpiaç és hozamalakulás

4-8. ábra: Külföldiek állampapír-állománya



4-9. ábra: Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Folytatódott a forint alapú finanszírozás szerepének növekedése az elmúlt időszakban, míg devizaforrás-bevonásra nem került sor, addig az elsődleges állampapír-kibocsátásokat továbbra is jelentős befektetői érdeklődés övezte. Az ÁKK legtöbb diszkontkincstárjegy- és kötvényaukcióján jelentős túlkereslet és fokozatosan csökkenő hozamszint mellett keltek el a felajánlott papírok. Az adósságkezelő több esetben emelte a meghirdetethez képest az elfogadott mennyiséget, ugyanakkor néhány kibocsátás esetében visszaeső érdeklődést tapasztalhattunk, néhol vissza kellett vágni a felajánlott mennyiséget. A piaci érdeklődés a közepes és a hosszabb futamidejű államkötvények iránt volt a legélénkebb, míg a 3 hónapos aukciókon - főként az időszak második felében - a korábbinál kisebb kereslet volt tapasztalható.

Szeptember közepe óta tovább folytatódott a külföldi szereplők állampapír-állományának növekedése: a szektor közel 265 milliárd forintos nettó vásárlása után teljes állományuk újabb rekordszintre, 5000 milliárd forint fölé emelkedett (4-8. ábra). Ezzel a nem rezidens piaci szereplők a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják. A külföldiek állampapír-állományának átlagos hátralévő futamideje a vizsgált időszakban 3,8 évre csökkent.

Az ÁKK november közepén kezdte el forgalmazni belföldi szereplők részére Prémium Euró Magyar Államkötvényét 200 millió euro induló keretösszeggel, amelyet később igény szerint bővítenek. A forgalmazás harmadik hetében a kötvényből 130 millió eurónyi összegben vásároltak, túlnyomó többségében belföldi szereplők.

Kormányzati nyilatkozatok alapján a magyar állam a jövő év első negyedévében tervezi új devizakötvény kibocsátását. Az ennek tesztjeként kezelt Eximbank kibocsátás sikeresen zajlott, bár a kialakult hozamszint közel 200-220 bázispontos felárat jelent a magyar szuverén dollárkötvényekhez viszonyítva.

Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulásában minden futamidőn hozamcsökkenés figyelhető meg. A hozamgörbe eleje, az éven belüli 3, 6 és 12 hónapos kincstárjegyek hozama közel 90-100 bázisponttal csökkent, nagyjából összhangban a jegybanki alapkamatra vonatkozó

várakozásokkal. A hosszabb futamidejű papírok esetében ennél kisebb, 60-80 bázispontos mérséklődés volt érzékelhető. 10 éves futamidejű államkötvényhozamunk ezzel 2,5 éves mélypontra, 6,5 százalékra süllyedt (4-9. ábra).

Kisebb mértékben változtak devizakötvényeink hozamfelárai: a hosszabb futamidejű eurokötvényeink felára 25-50 bázisponttal csökkent, míg a dollárkötvényeink felára 20-30 bázisponttal emelkedett.

A pénzpiacon a kamatvárakozásokat tükröző forward kamat-megállapodások jegyzései is lefelé tolódtak, ennek eredményeként az alapkamat további fokozatos csökkenését árazza jelenleg a piac. A jelenlegi piaci jegyzésekből kiolvasható várakozások szerint a kamatciklus 5 százalék körüli szinten, jövő nyár végén éri el a mélypontját.

#### 4-1. keretes írás: Az Európai fedezetlen CDS-ügyletek szabályozásának hatása a régiós CDS-felárakra

Az Európai Unióban 2012. november 1-jén lépett életbe a fedezetlen szuverén CDS-pozíciók tiltásáról szóló szabályozás. Az EU-s rendeletnek az volt az általános célja, hogy a tagállami intézkedéseket közösségi szinten harmonizálja egy egységes szabályozási keretrendszer megalkotásával. A rendelet tiltja a fedezetlen rövid részvény-, illetve állampapírügyleteket, illetve a nem fedezési céllal kötött CDS-ügyleteket.

*Melyek a rendeletben szabályozott legfontosabb kérdések?*

- a rendelet standardizálja a részvények, illetve állampapírok esetében a rövid és hosszú pozíciók meghatározását;
- megállapítja, hogy mit tekint fedezetlen pozíciónak a szuverén CDS-ek esetében;
- a jelentős nettó rövid részvénypozíciók, illetve állampapír-pozíciók esetében bejelentési kötelezettséget ír elő;
- korlátozza a fedezetlen rövid részvény-, illetve állampapírügyleteket, korlátozza a fedezetlen CDS-ügyleteket;
- megállapítja a rendeletben foglalt intézkedések tekintetében illetékes hatóságok körét és az egyes hatóságok, valamint az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) beavatkozási hatáskörét;
- meghatározza a korlátozás alól mentességet élvező szereplők, illetve esetek körét (árjegyzők, elsődleges piaci műveletek, ha az adott értékpapír fő kereskedési helyszíne nem uniós helyszínen található), illetve azokat az irányelveket, amelyek mentén az egyes hatóságok dönthetnek a korlátozások átmeneti felfüggesztéséről.

A meglévő pozíciók lezárásának kényszere erőteljesen csökkentette a felárakat a szabály életbe lépése előtt (a CEEMEA SovX<sup>6</sup> mutató értéke 240-ről 180 bázispontra mérséklődött október végéig, ez a csökkenés leginkább a szabályozás által érintett EU-tagállamok felárainak zuhanásához volt köthető), míg

<sup>6</sup> A CEEMEA SovX a közép-kelet-európai, közel-keleti és afrikai feltörekvő régió 15 leglikvidebb szuverén CDS-éből képzett kompozitindex.

a november 1. utáni időszakra több szakértő a piacok kiszáradása miatt várt torzulásokat az árazásban. Mindezek következtében egyre több elemzés hívta fel a figyelmet arra, hogy az európai unió szuverének esetében a CDS-felárak a kockázati megítélés korábinál bizonytalanabb mérőszámai lettek.

A kedvező piaci hangulat mellett a bevezetett szabályozás is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a közép-kelet-európai EU-tagállamok CDS-feláraiban rövid távon egy jelentős felárscsökkenés következzen be. Így szeptember-október folyamán hazánk felára 185 bázisponttal mérséklődött, összhangban a régiós tendenciákkal: a hasonló szintű felárral rendelkező román, illetve horvát szpred 185, illetve 200 ponttal esett.

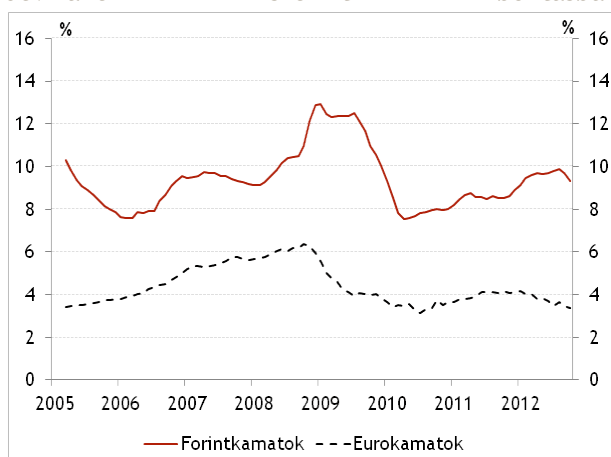
Ez a régiós felárscsökkenés október második felére megállt, és a közép-kelet-európai EU-tagállamok felárai ismét szorosabban mozogtak együtt más régiók feláraival.

Ebben az időszakban Magyarország esetében ettől kissé eltérő pályát láthattunk: hazánk CDS-felára november közepére 320 bázispontig emelkedett, majd november közepétől - újra együtt mozogva a régióval - fokozatos csökkenésnek indult. A régiós tendenciáktól történő átmeneti elszakadás - és az ezt számszerűsíteni kívánó CDS dekompozíciós módszertan (lásd 4-2. ábra) - arra utalhat, hogy az emelkedés, legalábbis részben inkább országspecifikus tényezőkhöz köthető, és kevésbé a korábbi technikai hatás korrekciójából ered.

## 4.2 Pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói

A hitelezési felmérés alapján<sup>7</sup> a háztartási szegmensben további korrekció történt a korábbi széleskörű szigorításokban, míg a vállalati szegmensben folytatódott a szigorítások. A vállalati hitelek forintkamata érdemben, míg az eurohiteleké kismértékben csökkent 2012 júliusa és októbere között, a kedvezőbb forintkamatok azonban a szigorú nem árjellegű feltételek miatt a vállalatok csak egy szűkebb halmazát érinthetik. A háztartási szegmensben belül egyedül a lakáscélú jelzáloghitelek teljes hitelköltsége csökkent, azonban a kamatláb és a kamatfelár változatlanul magas szinten van. A szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége nem változott az elmúlt negyedévben, míg a fedezetlen fogyasztási hiteleknél emelkedés volt megfigyelhető. Az egyéves reálkamat historikus mélypontra csökkent az állampapírhozamok és betéti kamatok csökkenése, illetve az inflációs várakozások növekedése következtében.

4-10. ábra: A vállalati hitelkamatok alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. Forrás: MNB.

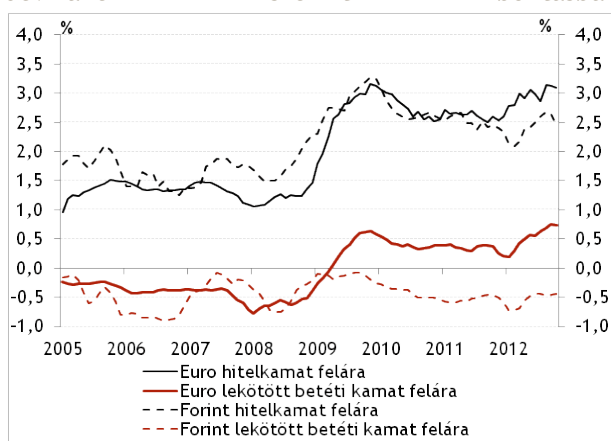
### 4.2.1 Vállalati hitelkondíciók

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamata csökkent, a júliusi 9,8 százalékról októberre 9,3 százalékra (4-10. ábra). Mindez a bankközi kamat (3-hónapos BUBOR) hasonló mértékű csökkenése mellett ment végbe. A bankközi kamat feletti simított felár a 2012 folyamán tapasztalt emelkedés után ősszel kis mértékben csökkent, 2,6 százalékponttól 2,5 százalékpontra (4-11. ábra), amely az elmúlt két év átlagos szintje.

Az euroalapú hitelek esetében enyhén, 3,5 százalékról 3,4 százalékra csökkent a kamatszint. A bankközi kamatláb (3-hónapos EURIBOR) eközben nagyobb mértékben csökkent, így a kamatfelár októberre 3,1 százalékpontra emelkedett (4-11.

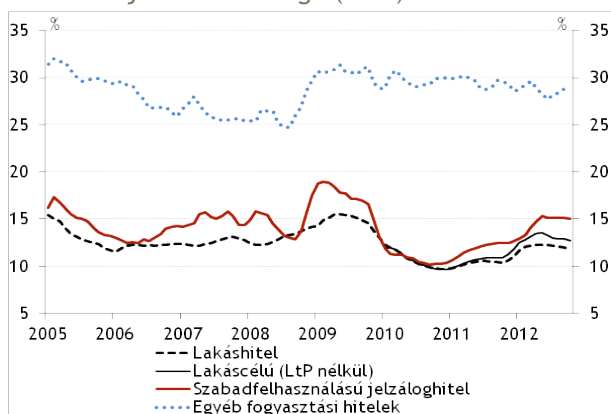
<sup>7</sup>[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi\\_stabilitas/mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres/201211/SLO\\_201211\\_hu.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/mnbhu_hitelezesi_felmeres/201211/SLO_201211_hu.pdf)

**4-11. ábra:** A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



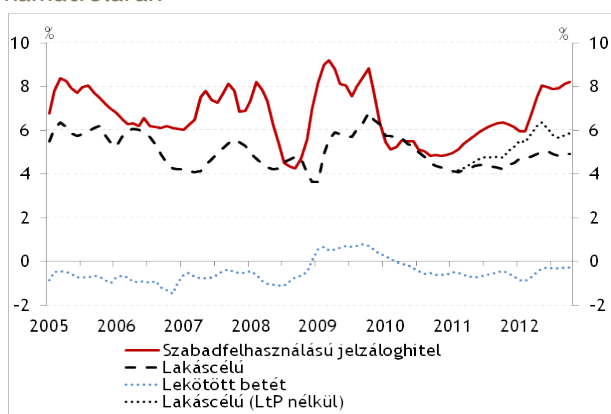
Megjegyzés: A felárak a 3-hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Forrás: MNB.

**4-12. ábra:** A forintalapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Megjegyzés: 3-hónapos mozgóátlaggal simított kamatlábak. Az LtP=lakás-takarékpénztárak. Forrás: MNB.

**4-13. ábra:** A 3-hónapos BUBOR feletti kamatfelárak



Megjegyzés: 3-hónapos mozgóátlaggal simított felárak. Az LtP=lakás-takarékpénztárak. Forrás: MNB.

ábra).

A hitelezési felmérés alapján 2012 harmadik negyedéve során tovább szigorodtak a vállalati hitelfeltételek. A bankok nettó értelemben<sup>8</sup> vett mintegy 22 százaléka jelzett szigorítást, ami a feltételek széles körét érintette. A banki válaszadók az előző negyedév felméréséhez hasonlóan a hitelfeltételek szigorodását elsősorban a kedvezőtlen gazdasági kilátásokkal és iparág specifikus problémákkal magyarázták. A banki válaszok alapján a következő félévben nem várható a vállalati hitelfeltételek további szigorodása, azonban enyhülése sem, így továbbra is fennmaradhatnak a jelenlegi szigorú kondíciók.

A vállalkozások hitelpiaci helyzetének megítéléséhez a hitelezési felmérés és a megvalósult ügyletek kamatstatisztikái egyaránt szükségesek. A hitelezési felmérés azt mutatja, hogyan alakulnak a hitelkínálati korlátok, amely alapján eldől, hogy adott vállalat hitelképes, míg a kamatstatisztikák a hitelképesnek bizonyult vállalatok kondícióit tartalmazzák. Összességében a kedvezőbb kamatok az egyéb hitelezési feltételek szigorúsága miatt a vállalkozásoknak csak egy szűkebb halmazát érinthetik.

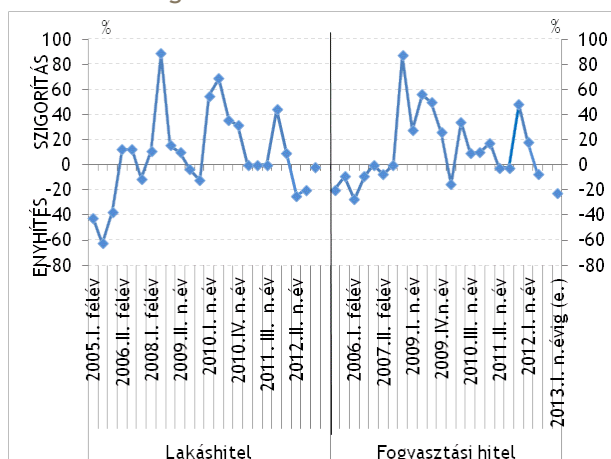
#### 4.2.2 Háztartási hitelkondíciók

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitelek ügyleteknél a három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltség (THM) az előző negyedévhez képest valamelyest csökkent, a júliusi 12,1 százalékos szintről 11,8 százalékra (4-12 ábra). Az új kihelyezésekben jelentős súlyú lakástakarékpénztárak nélküli, azaz a hagyományos kereskedelmi banki konstrukciók kamatfelára és kamatlába ennél mintegy 1 százalékponttal magasabb. A referencia kamatláb csökkenése mellett a BUBOR feletti kamatfelár változatlanul 5 százalékpont körül alakult (4-13 ábra). A kamat csökkenésében érdemi szerepet játszhatott, hogy az átlátható árazás bevezetése óta az új hitelezésben számottevő súlyt képviselnek a referenciakamathoz kötött konstrukciók.

Mindazonáltal a kamatlábak és a kamatfelárak historikusan magas szinten vannak. A lakáshitelek esetében a magas kamatszintben az állami kamattámogatás hozhat némi csökkenést,

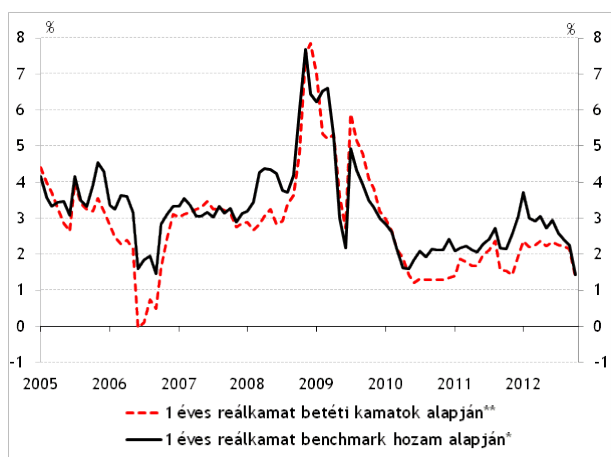
<sup>8</sup> A szigorító és enyhítő bankok különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Az arány a szigorítás/enyhítés mértékét nem mutatja.

**4-14. ábra:** Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



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

**4-15. ábra:** Előretekinő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: \* Az 1-éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekinő elemzői inflációs várakozások alapján. \*\* Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok (Vállalati és háztartási súlyozva) és a Reuters-poll felhasználásával MNB által számított egyéves előretekinő elemzői inflációs várakozások alapján.

amelynek következtében az ügyfél kamatterhe öt éven keresztül 8-9 százalék körül alakulhat.<sup>9</sup>

A fogyasztási hitelekben belül a szabadfelhasználású jelzáloghiteleknel nem volt érzékelhető csökkenés, a THM továbbra is 15 százalék körüli szinten van. A csökkenő referencia kamatot ellensúlyozta a felár emelkedése, amely 8 százalékpont felé emelkedett. A lakáscélú hitelektől eltérő viselkedésben szerepet játszhat a szegmensen jellemző nagyon erős koncentráltóság. A fedezetlen fogyasztási hiteleknel a simított THM-adatok a 2012. második negyedévi csökkenés után kismértékben, a júniusi 27,7 százalékról októberre 28,6 százalékra emelkedtek. A növekedés nagyobb részben az áruhitelket érintette.

A hitelezési felmérésben a lakáshitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett közel 20 százaléka, míg a fogyasztási hitelek esetén 9 százaléka jelentett enyhítést 2012. harmadik negyedévben. Így folytatódott a korrekció a 2011 végén tapasztalt szigorítások után. A következő félre adott várakozások alapján további korrekció csak a fogyasztási hiteleknel várható.

#### 4.2.3 Reálkamatok alakulása

A legutóbbi inflációs jelentés óta az állampapírhozam alapján számított 1-éves reálkamat jelentősen mérséklődött: a 2012. júliusi 2,6 százalékos szintről októberre 1,4 százalékra (4-15. ábra). A változás részben az egyéves állampapírhozam folytatódó csökkenésének, részben az inflációs várakozások növekedésének volt tulajdonítható. A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból számított reálkamatláb a vizsgált időszakban szintén csökkent, 2,3 százalékról 1,4 százalékra. A reálkamat októberi szintje historikusan alacsonynak tekinthető.

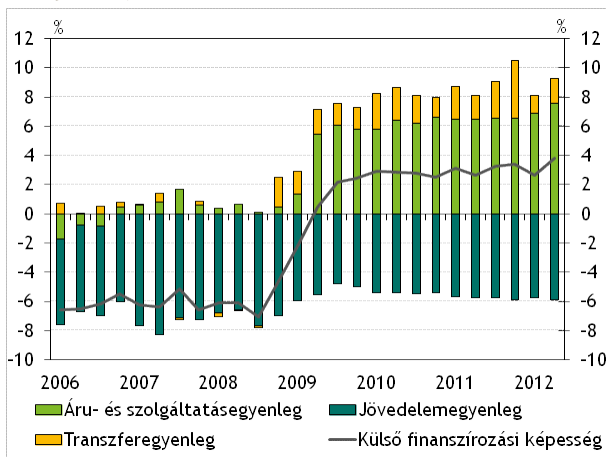
<sup>9</sup> Fontos megemlíteni, hogy a kamattámogatás jövőbeli felfutását csak az újkihelyezések volumenén láthatjuk majd, a bankok által jelentett kamatszintekben ez nem fog megjelenni, mivel a bankok a kamatokat a kamattámogatással együtt jelentik az MNB felé.

## 5 A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

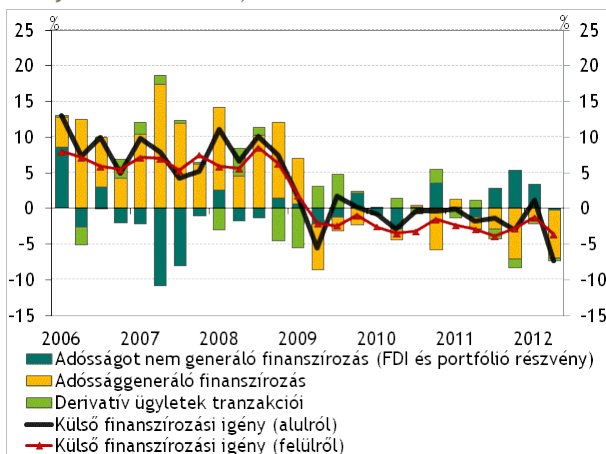
### 5.1 Külső egyensúly és finanszírozás

2012 második negyedévében tovább emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége. A növekedésben elsősorban az áru- és szolgáltatásegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben az EU-transzferek várttól elmaradó beáramlása a transzferegyenleg szerényebb mértékű emelkedésében csapódott le. Előzetes adataink szerint a külső egyensúlyi többlet emelkedése a harmadik negyedévben is folytatódhatott. A masszív külső finanszírozási többlettel párhuzamosan tovább folytatódott a külföldi források kiáramlása. Az elmúlt negyedévekben az adósságtípusú források mérséklődése elsősorban a bankrendszerhez kötődött. A forráskiáramlás eredményeképpen bruttó és nettó külső adósságmutatóink a válságot közvetlen megelőző szintre mérséklődtek a második negyedév végére.

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



5-2. ábra: A külső finanszírozás szerkezete (GDP arányos tranzakciók)



#### 5.1.1 Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

2012 második negyedévében historikus csúcsra, a GDP 3,6 százalékára emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége, és előzetes adataink szerint a külkereskedelmi többlet növekedése a harmadik negyedévben is folytatódhatott. A növekedésben elsősorban az áru- és szolgáltatásegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben a jövedelemegyenleg kismértékben emelkedő hiányát ellensúlyozta a transzferegyenleg némileg magasabb többlete (5-1. ábra).

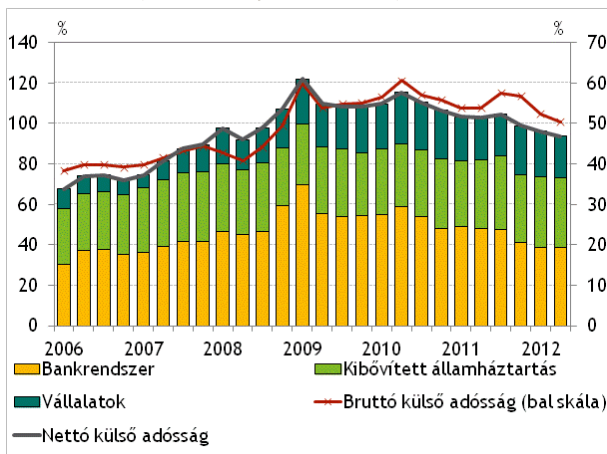
Az áru- és szolgáltatásegyenleg javulásában továbbra is a magyar gazdaságra jellemző kettősség tükröződik. A gyenge belföldi felhasználás (fogyasztás és beruházás) alacsony importot eredményezett, miközben - részben a beinduló autóiipari termelésnek köszönhetően - az export növekedési üteme a lassuló külső konjunktúra ellenére is némileg meghaladta az importét.

Az EU-transzferek beáramlása ugyanakkor elmarad várakozásainktól. Az első félévben mindössze 1,2 milliárd euro jelent meg a transzferegyenlegben, szemben a tavalyi év hasonló időszakának 1,5 milliárd eurós értékével. A kisebb beáramlás kockázatot jelent a gazdaság külső finanszírozási képességére adott előrejelzésünk teljesülése szempontjából, ugyanis idénre a tavalyihoz képest magasabb EU-transzfer beáramlással számolunk.

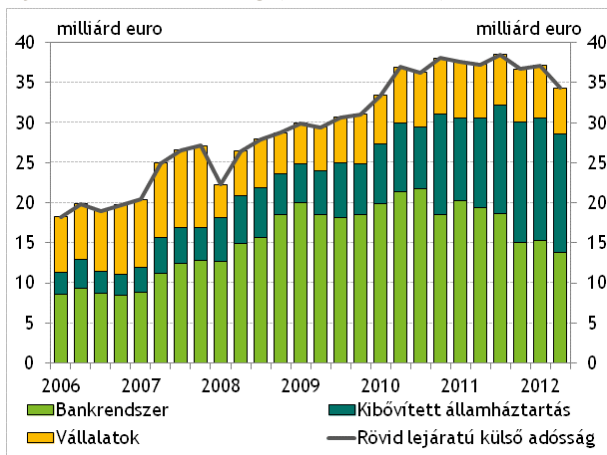
#### 5.1.2 Finanszírozási folyamatok

Az első negyedévben tapasztalt kismértékű forrásbeáramlással szemben a második negyedévben a gazdaság külső forrásainak csökkenését figyelhettük meg, ami előzetes adataink szerint a harmadik negyedévben is

5-3. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (GDP-arányos értékek)



5-4. ábra: A (hátralévő futamidő szerinti) rövid lejáratú külső adósság (milliárd euro)



folymatódhatott (5-2. ábra).

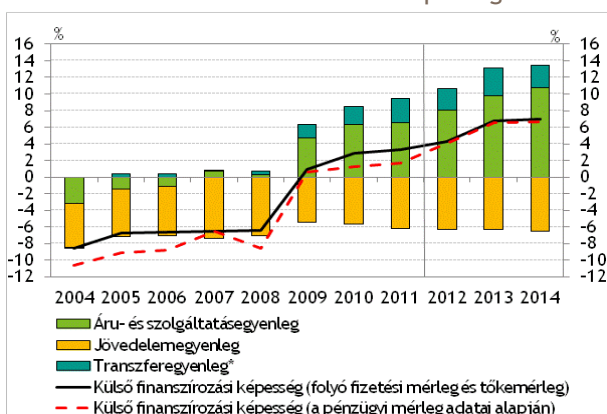
A második negyedévben a pénzügyi mérleg adatai jelentős mértékű forráskiáramlást mutattak, amely szinte teljes egészében az adósság-jellegű külső források csökkenéséhez kötődött. Ugyanakkor az adósságcsökkenés szerkezete eltért a korábbi negyedévekben megfigyelttől. 2011 elejétől egy éven át a bankrendszer külső forrásainak mérséklődése mellett az államháztartás külső adóssága kismértékben emelkedett. 2012 második negyedévében ugyanakkor a bankok és az állam külső adóssága nem változott, miközben a vállalati szektor csökkentette adósságát. A rendelkezésünkre álló előzetes banki adatok alapján a harmadik negyedévben a bankrendszer esetében újra felgyorsult a külső adósság leépülése.

A válság kitörését követő alkalmazkodási folyamat tehát tovább folytatódik, ami a magyar gazdaság külső eladósodottságának csökkenését eredményezi. A külső adósság tekintetében a magánszektor (főként a bankrendszer és kisebb mértékben a vállalati szektor) az államháztartásnál nagyobb mértékben építi le külső kötelezettségeit. Ennek következtében a GDP-arányos nettó külső adósság a tavalyi év végi 50 százalék fölötti szintről 47 százalékra, míg a bruttó adósság 115 százalék közeléből 101 százalékra mérséklődött (5-3. ábra). Ezen értékek nemzetközi összehasonlításban továbbra is magasnak számítanak, ugyanakkor megfelel a közvetlenül válság előtt megfigyelt szinteknek. A harmadik negyedévben - előzetes adataink alapján - tovább folytatódhatott a külső adósság csökkenése, amit a forráskiáramlás mellett az erősödő forintárfolyam is támogatott. A teljes adósság csökkenése mellett kedvező fejlemény, hogy a külső adósság lejáratú szerkezete is javult a második negyedévben. A sebezhetőség szempontjából kiemelten fontos rövid lejáratú adósság számottevően mérséklődött ebben az időszakban (5-4. ábra).

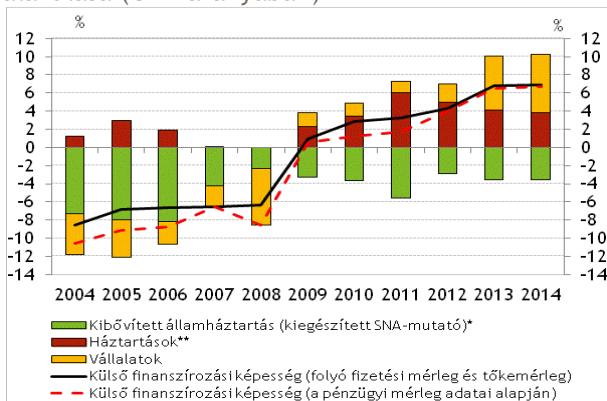
## 5.2 Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra

A következő években tovább emelkedhet hazánk külső finanszírozási képessége, aminek háttérben elsősorban az áru-és szolgáltatásegyenleg fokozatosan növekvő többlete áll. Az emelkedést követően 2014-ben 7 százalék körül megállhat a külső finanszírozási képességünk növekedése. A magas külső finanszírozási képességhez elsősorban a vállalati szektor tovább emelkedő megtakarításai járulnak hozzá. A háztartások megtakarításai kismértékben csökkennek, az államháztartás idei alacsony hiánya pedig kismértékben emelkedhet 2013-ban, amit 2014-ben stagnálás követhet. Előrejelzésünk teljesülése esetén Magyarország az egyik legmagasabb külső finanszírozási képességgel rendelkezhet az Unióban 2013-14-ben, és egyben az egyik legnagyobb javulást felmutató tagállamnak is bizonyulhat a válság előtti szinthez képest. Emelkedő külső többletünk külső adósság- és tartozásmutatóink várható javulásában is tükröződik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség



5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában)



\*A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Rt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magán-nyugdíjpénztári megtakarításokat.\*\*A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, amely nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.

Idén tovább emelkedhet a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége és ez a folyamat várhatóan a következő két évben is folytatódhat. Ugyanakkor a szeptemberi Jelentéshez képest némileg mérséklődött az idejű külső egyensúlyi pozíciónkra vonatkozó várakozásunk, aminek háttérben elsősorban a transzferegényleg változása áll.

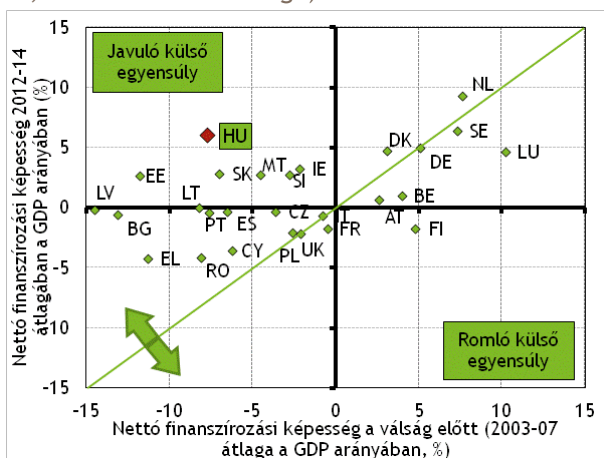
A GDP-arányos áru- és szolgáltatásegyenleg idén 8 százalék közelébe emelkedő többlete tovább nőhet a következő években, amelyben a továbbra is gyenge belső keresleti tényezők, illetve az emelkedő külső kereslet mellett a termelésbe forduló autóiipari beruházások exportnövelő hatása tükröződik (5-5. ábra).

Az EU-transzferek várakozásunktól érdemben elmaradó idejű beáramlása ugyan mérsékelte előrejelzésünket is, azonban a transzferegényleg továbbra is számottevő hozzájárulást jelenthet a következő évek magas finanszírozási többletéhez.<sup>10</sup> A várhatóan tartósan alacsony nemzetközi kamatkörnyezetnek, illetve a mérséklődő külső tartozásoknak köszönhetően 2014 végéig nem várunk jelentős változást a jövedelemegyenleg hiányában.

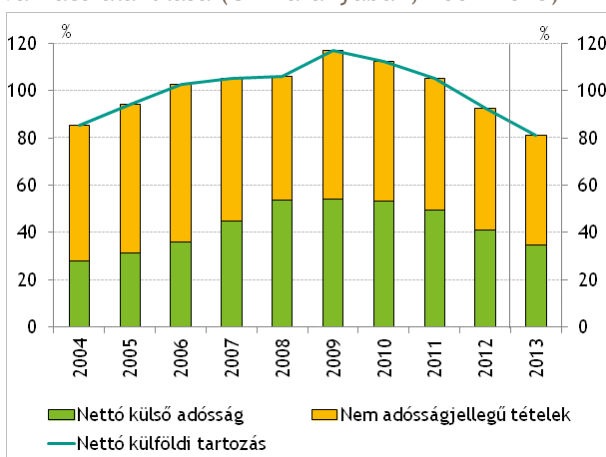
A külső egyensúlyi folyamatokat a belföldi szektorok megtakarítási folyamatainak keresztül vizsgálva azt mondhatjuk, hogy 2012-13-ban a külső többletünk folytatódó emelkedését elsősorban a vállalati szektor emelkedő megtakarításai határozzák meg, miközben a háztartások megtakarításai kismértékben csökkennek, az államháztartás finanszírozási igénye pedig minimális mértékben emelkedik.

<sup>10</sup> Ugyanakkor 2014-ben némileg mérséklődő transzferegényleggel számolunk, aminek háttérben elsősorban az új uniós tervezési időszak kezdete áll.

5-7. ábra: A válság előtti és a következő években várható külső finanszírozási képesség alakulása az Európai Unió tagállamaiban (GDP arányában, 2003-07, illetve 2012-14 átlaga)



5-8. ábra: A nettó külső tartozás és adósság várható alakulása (GDP arányában, 2004-2013)



2013-ban.<sup>11</sup> 2014-ben a folyamatok stabilizálódására számítunk: az államháztartási SNA-szemléletű egyenlege - további intézkedések nélkül - közel szinten maradhat, miközben a lakosság és a vállalati szektor nettó megtakarításaiban sem várunk érdemi elmozdulást (5-6. ábra).

A külső egyensúlyi pozíciónk folytatódó javulásának eredményeképpen 2014-re Hollandiát követően hazánkban lesz a legmagasabb nettó finanszírozási képesség az Európai Bizottság őszi előrejelzése szerint. Ezen túlmenően - hosszabb távon vizsgálva a folyamatokat - az is elmondható, hogy Magyarországon várható az egyik legjelentősebb külső egyensúlyjavulás is az uniós tagállamok körében a válság előtti szinthez képest. Ugyanakkor azt is fontos hozzátenni, hogy a külső egyensúlyi pozíció javulása egyben a belső kereslet számottevő visszaesésével is párosult (5-7. ábra).

A növekvő külső egyensúlyi többlet az állományi mutatók mérséklődését is eredményezi.<sup>12</sup> Előrejelzésünk szerint a következő években mind a külső tartozásaink, mind azon belül a külső adósságunk számottevő mértékben csökkenhet. 2013 végére a jelenleg nemzetközi összevetésben kiugróan magas nettó külső adósságunk a GDP 35 százaléka közelébe, az európai középmezőnybe süllyedhet, ugyanakkor ez még továbbra is meghaladja a hasonló fejlettségű országok átlagát. A külső eladósodottságunk mérséklődése továbbra is főként a magánszektor (bankrendszer és a vállalati szektor) folytatódó alkalmazkodásának köszönhető (5-8. ábra).

<sup>11</sup> 2011-ben számos egyedi tényező befolyásolta az államháztartás és a magánszektor finanszírozási pozícióját. A magányugdíj-pénztári rendszer statisztikai elszámolása, a reálhozamok kifizetése, az Európai Bíróság döntése nyomán a vállalatoknak visszafizetett áfa, illetve a személyi jövedelemadó rendszer változása mind növelte a magánszektor jövedelmét, aminek jelentős része megtakarításokban csapódhatott le.

<sup>12</sup> Az elmúlt negyedekben jelentősen mérséklődött a fizetési mérleg kumulált hibája (Tévedések és kihagyások egyenlege, NEO), amelynek eredményeképpen már a finanszírozási adatokra vonatkozó előrejelzésünk is a reálgazdasági előrejelzéshez hasonló külső forráskiáramlást és így a korábbiaknál nagyobb külső tartozás- és adósságcsökkenést jelez.

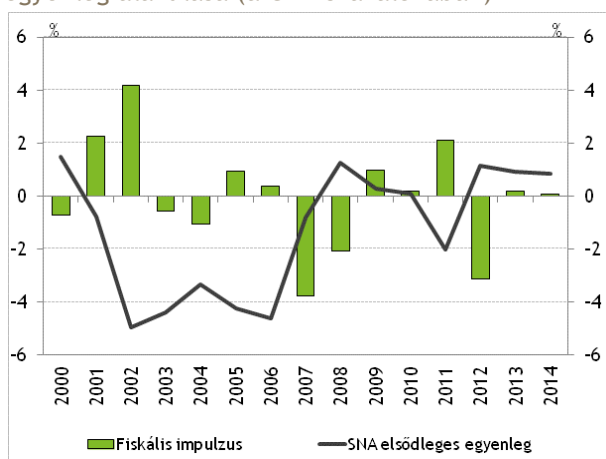
## 5.3 Költségvetési folyamatok

Az elmúlt hónapokban bejelentett csomagok jelentős javulást eredményezhetnek a 2013-as költségvetési egyenlegben. Ennek ellenére a 2012-ben a várhatóan a kormányzati célhoz közeli hiány 2013-ra a GDP 3 százalékára emelkedhet, még abban az esetben is, ha a GDP 1,4 százalékát kitevő tartalék törlésére sor kerül. 2014-ben a deficit számottevően meghaladhatja a 3 százalékos küszöbértéket, ami többek között a tervezett pedagógus béremeléshez és az MNB eredményének hiányhatásához köthető. A hosszabb távú hiányalakulás szempontjából kiemelendő, hogy 2014-re az állami beruházások alacsony, az állóeszközök pótlási igényétől messze elmaradó szintre csökkenhetnek. A beruházások középtávon elkerülhetetlen növelése a GDP 0,6-0,7 százalékával emelheti a hiányt.

### 5.3.1 A költségvetési politika keresleti hatása

A becsült fiskális impulzusok alapján 2012-ben jelentős költségvetési szigorítás várható, majd 2013-2014-ben semlegeshez közeli, enyhén keresletélénkítő lehet a fiskális politika (5-9. ábra).<sup>13</sup>

5-9. ábra: A fiskális impulzus és az elsődleges SNA-egyenleg alakulása (a GDP százalékában)



2012-ben nagymértékű keresletszűkítés figyelhető meg, ennek fele azonban az előző év átmeneti kiadásai (nyugdíjpénztári reálhozam, elveszített áfa-per hatása) áll összefüggésben. A fennmaradó rész az állami vásárlások (beruházás, dologi kiadás) és a lakossági támogatások csökkenésével, továbbá az áfa-emeléssel magyarázható, ami végső soron szintén a lakosság terheként jelentkezik.

2013-ban minimálisan keresletbővítő lehet a fiskális politika. Ez ugyanakkor számos ellentétes irányú intézkedés eredménye, ami szektorok között és szektoron belül is jelentős átcsoportosítást okoz.

A korábbi tervekkel ellentétben a válságadók nem átmenetileg növelik a vállalati adóterheket: a bankadó változatlan formában fennmarad; az ágazati különadók pedig ugyan kivezetésre kerülnek, de az energiaszektor adóterhelése így is jelentősen emelkedik. További tehernövekedést jelent a tranzakciós adó és az e-útdíj. Bár a Munkahelyvédelmi Akcióterv a vállalati adóterhek csökkenése irányába hat, a 2012-ben bejelentett intézkedések összességében jelentős adóemelkedést jelentenek a szektor esetében. Ez a szektortól eredő bevételek alakulásában is tükröződik. A fiskális politika eközben a lakossági jövedelmeket növeli: a fél-szuperbruttó kivezetése mellett a

<sup>13</sup> A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg elmozdulásával közelítjük. A kiegészített (SNA) hiány az impulzus számítás érdekében a pénzforgalmi szemléleten alapul, amit csak indokolt esetben korrigálunk az eredményszemlélettel. A deficitet korrigáljuk a kvázi-fiskális tevékenység különböző formáival, így a MÁV és BKV finanszírozási igényével, a PPP-beruházásokkal és a szétteríthető tökebbevételekkel (magánnyugdíj, koncesszió), mert ezek az ESA korrekciókból kimaradnak. A fiskális impulzusban az elsődleges, azaz a kamatkidadások és a jegybanki eredmény nélkül vett egyenleg változását vesszük.

nyugdíjak emelkedése ellensúlyozza a nyugdíjplafon eltörlésének hatását.<sup>14</sup>

2014-ben a költségvetési politika további enyhe keresletélénkülést okozhat. A lazítás egyik eleme a pedagógus béremelés, ami nettó értelemben a GDP fél százalékával növeli a lakossági jövedelmet.

**5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók\* (a GDP százalékában)**

	2012	2013	2014
ESA deficit	2,7	3,0	3,8
Kiegészített (SNA) deficit	2,9	3,5	3,6
Ciklikus komponens (MNB)	0,4	0,5	0,4
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) hiány	2,5	3,0	3,2
<i>memo: ESA deficit a szeptemberi inflációs jelentésben, hipotetikus kiigazítással</i>	2,8	2,4	n.a.

\*Az egyenlegmutatók számításakor az egyenlegcél biztosítását szolgáló tartalékok teljes törlését feltételeztük.

### 5.3.2 Az államháztartási egyenlegmutatók alakulása

A 2012-es költségvetési előrejelzésünk alig változott szeptember óta. A makrogazdasági és költségvetési folyamatok, és az idei évet érintő intézkedések (zárolás) hatására a hiány 2,7 százalékra csökkent (5-1. táblázat).<sup>15</sup>

Az elmúlt hónapokban több lépcsőben történtek a 2013-as deficit csökkentését célzó bejelentések. Emellett a korábbi intézkedések hatását is újrabecsültük. Így szabályalapú előrejelzésünk összesen 319 milliárd forinttal, a GDP 1,1 százalékával javult (5.2 táblázat).

A 2013-as hiány javulását lényegében bevételnövelő intézkedések biztosítják. Ezek nagyobb részt a vállalati adóterheket emelik, illetve jelenlegi magas szintjüket tartják fenn. A kiadást növelő és kiadást csökkentő intézkedések nettó (adótartalom nélküli) hatása viszont közel nulla. Átmeneti kiadáscsökkentést jelent a pedagógus-béremelés 2014-re történő halasztása (nettó hatása a GDP 0,2 százaléka), amit tartós kiadásnövelés (pl. gyógyszer támogatás) ellensúlyoz.

Az intézkedések tervezett és várható hatását illetően a legnagyobb eltérés a tranzakciós adó és az adóbeszedési hatékonyság esetén azonosítható.

Összegét tekintve a legnagyobb hatású intézkedés a pénzügyi tranzakciós illeték átalakítása. A mikroadatok elemzése alapján a magánszektortól összesen 197 milliárd forintnyi bevételre számítunk, a MÁK esetében pedig az egyenlegjavulást okozó összbevétel 20 milliárd forintra becsüljük.

Jelentős bevételre számít a költségvetés az

**5-2. táblázat: A szeptemberi inflációs jelentés megjelenését követően bejelentett intézkedések becsült hatása (milliárd forint)**

	2013
1. Bevéternövelő intézkedés	1,3
2. Bevéternövelés (játékadó, kisebb jövedéki adóemelés)	-0,2
3. Kiadáscsökkentés (adótartalom nélkül)*	0,2
4. Kiadásnövelés (adótartalom nélkül)	-0,2
<b>5. Összesen (1+2-3+4)</b>	<b>1,1</b>

\*\*Ebből 73 milliárd forint átmeneti hatás, mert 2014-ben teljes évben megvalósul a pedagógus béremelés

<sup>14</sup> A nyugdíjak reálértékének emelkedése arra vezethető vissza, hogy az emelés meghaladhatja az infláció mértékét, aminek az az oka, hogy a költségvetési törvényben magasabb inflációs előrejelzés szerepel.

<sup>15</sup> A szeptemberi inflációs jelentésben azt feltételeztük, hogy a 2013-as hiány csökkentése érdekében a kormányzati kommunikációnak megfelelően jelentős kiigazításra kerülhet sor. Hipotetikus pályánkban a GDP 1,4 százalékát kitevő kiigazítással számoltunk. Az azóta bejelentett intézkedések becslésünk szerint a GDP 1,1 százalékával csökkenthetik a 2013-as hiányt.

adóbeszedés hatékonyságának javulásából. Szabályalapú előrejelzésünkben csak az olyan kellően részletezett és megbecsülhető hatással bíró többletbevételt vesszük figyelembe, mint például a fordított áfa fizetés.

Összességében a bevételi előirányzatok jelentős elmaradását ellentételezheti a GDP 1,4 százalékát kitevő Országvédelmi Alap, előrejelzésünk ennek teljes törlését feltételezi.

Az eddigi bejelentések alapján készült szabályalapú előrejelzésünk szerint a 2014. évi hiány érdemben meghaladhatja a GDP 3 százalékát. A kormány alacsony hiány iránti elkötelezettsége arra utal, hogy a jövőben ismét egyenlegjavító intézkedésekre kerülhet sor. A csomag mértékével, szerkezetével és időzítésével kapcsolatos bizonytalanság miatt azonban jelenleg nem számolunk hipotetikus hiánycsökkentő intézkedésekkel.

A 2014-re előrevetített egyenlegromlás elsősorban a pedagógus béremelésnek, az egyszeri vagyonbevételek (koncesszió<sup>16</sup>) kiesésének és a jegybanki veszteség elszámolásának eredménye (lásd az 5-1. keretes írást). Az egyenlegre javító hatást gyakorol az e-útdíj teljes éves hatása. Hasonló mértékű, a GDP 0,2 százalékát jelentő hiánycsökkenést okoznak olyan kisebb tételek, mint a lakástámogatás, a menetdíj-támogatás, az EU befizetés, valamint a kezességbeváltás csökkenése. Az EU támogatás csökkenésének hatását érvényesítettük a dologi és beruházási kiadások csökkenésében.

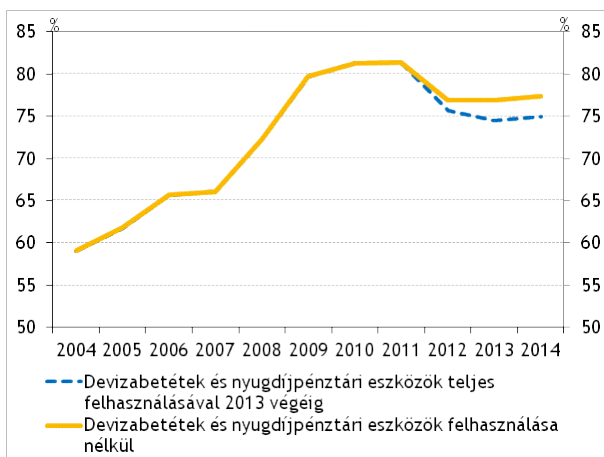
Az ESA deficit 2014-es megugrásával szemben fokozatos - inkább 2013-ban jelentkező - romlás figyelhető meg a kiegészített (SNA) hiány és a ciklikusan igazított SNA hiány alakulásában. E mutatókban ugyanis már 2013-ban megjelenik a 2013. évi jegybanki veszteség.

A ciklikusan igazított mutató szintje kedvezőbb, hiszen figyelembe veszi azt, hogy középtávon a GDP 0,4-0,5 százalékának megfelelő adóbevétel javítja majd az egyenleget. Nem szerepel benne ugyanakkor az a középtávon elkerülhetetlen többletkiadás, ami abból ered, hogy a beruházás 2014-re már a GDP 1 százalékával marad el az állóeszközök pótlási igényétől, és mindez az adókra gyakorolt hatást is figyelembe véve 0,6-0,7

---

<sup>16</sup> Feltételeztük, hogy a frekvenciához kapcsolódó koncesszió 2012 helyett 2013-ban számolható el bevételként.

**5-10. ábra:** Az adósságpálya alakulása változatlan, 2011. végi árfolyamon számítva (a GDP százalékában)



százalékkal ronthatja az egyenleget.

Előrejelzésünket 2013-ban és 2014-ben is érdemi kockázatok övezik. Többletkiadást okozhatnak a kedvezőtlen bírósági ítéletek (telekommunikációs szektor különadója), míg többletbevétel keletkezhet az adóbeszedés növekvő hatékonysága esetén, ahol szabályalapon csak a beárazható intézkedéseket vettük figyelembe.

### 5.3.3 Az adósságpálya várható alakulása

Az aktuálisan fennálló forintárfolyam mellett 2012-ben a GDP-arányos államadósság az előző év végi 81,4 százalékos szintjéről 77 százalékra csökkenhet, amit nagyrészt a forint erősödése okoz. 2013-ban azonban a 3 százalék körüli költségvetési hiány ellenére sem biztosított az adósság további mérséklődése a nominális GDP viszonylag szerény növekedése következtében. Előrejelzésünkben feltételeztük a költségvetésben létrehozott szabad tartalékok törlését, azonban 2014-ben így is az adósság enyhe növekedését vetítjük előre (5-10. ábra).

Az előző prognózisunk óta két tényező csökkentette a várható adósságpályát. Egyrészt az 5000 fő alatti önkormányzatok adósságából mintegy 100 milliárd forintot elő kíván törleszteni a központi kormányzat 2012 decemberében. Másrészt a 2012-re tervezett jelentős összegű devizakibocsátásokra nem kerül sor, és az elmaradó devizakibocsátásokat csak részben helyettesíti a lakossági devizakötvény bevezetése, illetve a megemelt forint kibocsátás. Így mind az adósság, mind az állam finanszírozási tartaléka alacsonyabb lehet a korábban feltételezetttnél.

Az előrejelzést befolyásoló technikai változás, hogy ezúttal az aktuális árfolyamon vetítettük előre a devizaadósság forintban mért értékét, ami csökkentette az adósságrátát. Ezzel szemben az alacsonyabb nominális GDP a teljes előrejelzési horizonton az adósságrátát felfelé mozdította.

A költségvetés rendelkezésére álló finanszírozási tartalék, ami döntően az IMF-EU hitel fel nem használt részéből és a magán-nyugdíjpénztári portfólióból származik, mérséklődött az elmúlt időszakban, és kivetítésünkben is alacsonyabb a korábban vártnál. Ennek egy része az adósságot is csökkentő tényezőkből ered, mint az elmaradó devizakötvény kibocsátás és az önkormányzati adósság részleges előtörlesztése. Másfelől várhatóan az E.ON Csoport magyarországi

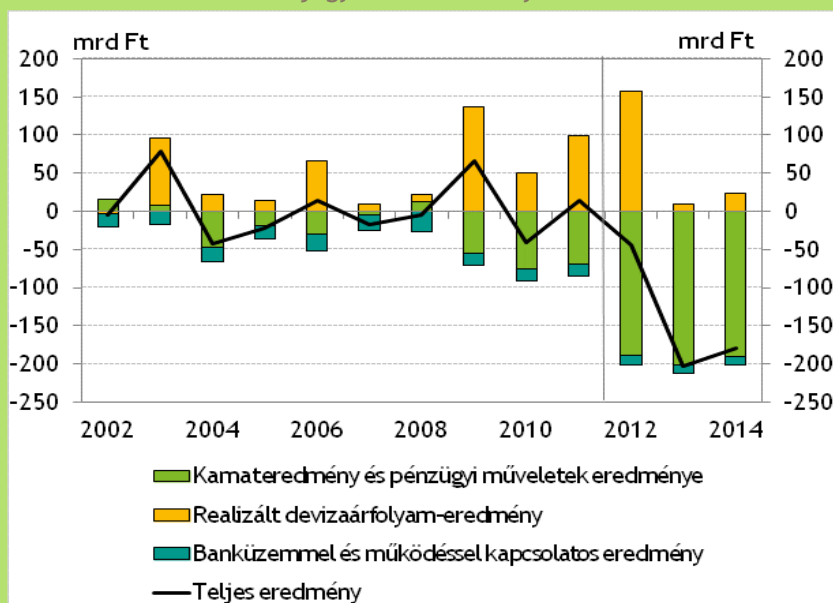
földgázipari érdekeltségeinek megvásárlása is apasztani fogja a tartalékokat, ami a bruttó adósságot nem befolyásolja, de korlátozza az adósság csökkentésére rendelkezésre álló eszközállományt. A fennmaradó tartalékok felhasználása révén az időszak végére elérhető az adósság csökkentése, az alappályához képest akár további 2-2,5 százalékponttal. A válság időszakában megnövekedett finanszírozási kockázatok hatására azonban a környező országokban jellemzőbb tendencia a tartalékok növelése.

### 5-1. keretes írás: A jegybanki eredmény várható alakulása

A jegybanki veszteség 2013-ban várt, számottevő növekedése kedvezőtlenül érinti a költségvetés 2014-es hiányát. A jegybanki eredmény alakulását elsősorban a monetáris politika céljai és választott eszközei, valamint a hazai és nemzetközi gazdasági folyamatok határozzák meg. Az MNB törvényben rögzített célja az árstabilitás elérése, így a monetáris politika végrehajtása közben nem vezérelheti a jegybanki eredmény alakulása (5-11. ábra).

Az MNB veszteségének növekedése a devizatartalékok szintjének a válság kezdete óta tartó nagymértékű emelkedéséhez köthető. A válság kitörésekor tapasztalható bizonytalan nemzetközi helyzetben Magyarország csak az IMF-EU-tól felvett devizahittel tudta finanszírozni magát. Mivel az állam kiadásai forintban keletkeztek, a hitelként kapott devizát a jegybanknál váltotta forintra. Ennek következtében a jegybank mérlegének eszközoldalán a devizatartalékok, forrásoldalán pedig az állam forintbetétei növekedtek. Amikor az állam kifizetéseket hajtott végre, megnövekedett a gazdaság likviditása, amit a bankok kéthetes kötvény formájában az MNB-nél helyezték el. Az állam által felvett devizahitel tehát a jegybanki devizatartalékok növekedését és az MNB-kötvény állományának gyors emelkedését okozta. A devizatartalék növekedése megfelelt az ország rövid lejáratú külső adósság emelkedéséből, illetve a bizalmatlanság erősödéséből származó külső befektetői elvárásoknak is; enélkül a hazai gazdaság nem, vagy csak jóval magasabb hozam mellett lett volna finanszírozható.

5-11. ábra: A jegybank eredményének alakulása



A magas devizatartalék-állomány azért vezet a kamateredmény romlásához, mert a jegybank a devizatartalékok után euro-kamatot kap, a nála elhelyezett MNB-kötvényekre pedig az ennél magasabb

irányadó kamatot fizeti. A magasabb kamatot a magyar eszközökkel kapcsolatos bizonytalanság miatt jelentős kockázati felár, illetve az inflációs cél elérésének szándéka indokolta.

Bár a devizatartalékok emelkedése már 2008-2009-ben megtörtént, az elmúlt években a jegybank mérlegének szerkezetéből, illetve a kockázati felár miatt magasabb forintkamatból adódó nagymértékű kamatveszteség még nem vezetett jelentős mértékű jegybanki veszteséghez. Ez alapvetően két tényezőre vezethető vissza:

- Egyrészt, a végtörlesztés kapcsán a szélsőséges árfolyammozgások elkerülése érdekében a jegybank devizát adott el a bankoknak. Mivel az értékesítés során az euro piaci árfolyama meghaladta a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyamát, a jegybanknak a végtörlesztés során mintegy 100 milliárd forintos árfolyam-eredménye keletkezett.
- Másrészt átmenetileg az is mérsékelte a veszteséget, hogy a devizatartalékban olyan értékpapírok is vannak, amelyeket - magasabb kamatozás mellett - a névértüküknél drágábban vásároltak. Vagyis a múltban magasabb kamatbevétel a jövőbeli lejáratoknál keletkező veszteséggel párosul, így összességében ez a folyamat a piaci kamatok alakulásának eredményhatását későbbre tolja az időben.

Az MNB veszteségének akkor van költségvetési egyenleghatása, ha a jegybank folyó évi veszteségét nem fedezi az eredménytartalék. A jegybank a korábbi évek nyereséges működésének köszönhetően eredménytartalékot halmozott fel, így az eddigi veszteségeit ebből tudta finanszírozni. Várhatóan még a 2012-es veszteséget is fedezi az eredménytartalék. Költségvetési egyenleghatás először így csak 2014-ben várható, a 2013-as veszteség miatt, mely a GDP 0,6 százalékát teheti ki.

A jegybanki eredmény előrejelzését ugyanakkor számos kockázat övezi. Amennyiben - az eredmény alakulását legjobban befolyásoló két tényező - az árfolyam- és kamatpálya - nem a várakozásaink szerint alakul, akkor az MNB vesztesége is eltérhet az általunk prognosztizált szinttől.

## 6 KIEMELT TÉMÁK

### 6.1 Tényezők a hazai termelékenység-romlás hátterében

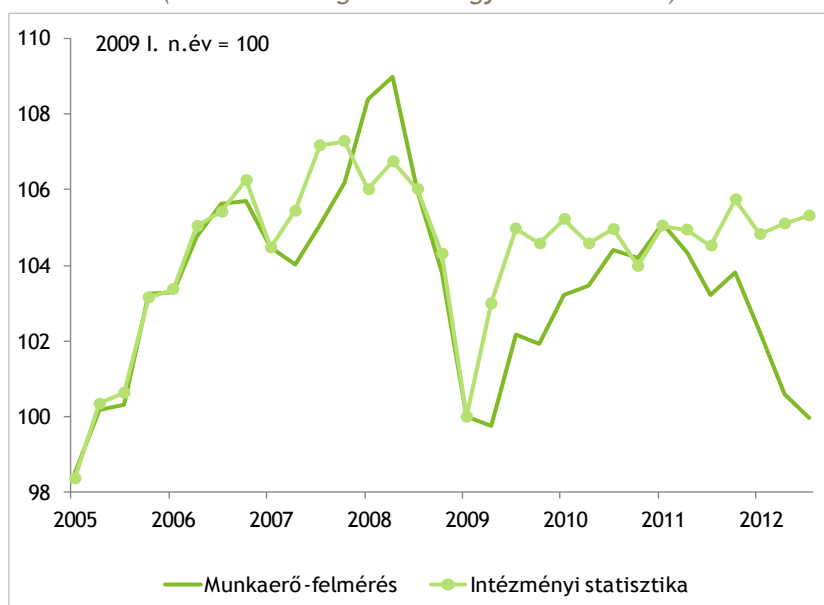
A versenyszektor munkatermelékenységének megítélése az elmúlt negyedévekben egyre bizonytalanabbá vált. A gazdaság egészét reprezentáló adatok alapján a termelékenység jelentősen romlott az utóbbi időszakban. Mivel ezt a romlást a versenyszektor bérezése (részben az adminisztratív béremelések hatására) egyelőre nem tudta követni, ez számottevő emelkedést eredményezett a fajlagos munkaköltségben.

A bizonytalanság abban mutatkozik meg, hogy a különböző létszámstatisztikák<sup>17</sup> markánsan eltérő képet mutatnak a versenyszektor foglalkoztatásáról az utóbbi időkből. Erre a jelenségre már a szeptemberi Inflációs Jelentésben is felhívtuk a figyelmet, érdemi közgazdasági magyarázatot akkor még nem tudtunk rá adni. Ebben az írásban erre teszünk kísérletet, számba véve a lehetséges magyarázatok előrejelzésünkre gyakorolt következményeit is.

#### 6.1.1 Mit mutatnak az adatok?

A versenyszféra termelékenysége alatt a szektor által létrehozott hozzáadott érték és az ehhez felhasznált munkamennyiség hányadosát értjük. A munkainput mennyiségének mérésére felhasználható az intézményi statisztika (IS) és a munkaerő-felmérés (MEF) foglalkoztatási száma is. A tavalyi évtől kezdődően a két statisztika egyre ellentmondásosabb képet ad a vállalati szektor termelékenységéről (6-1. ábra).

6-1. ábra: A versenyszektor termelékenysége különböző létszámstatisztikák alapján  
(szezónálisan igazított negyedéves adatok)



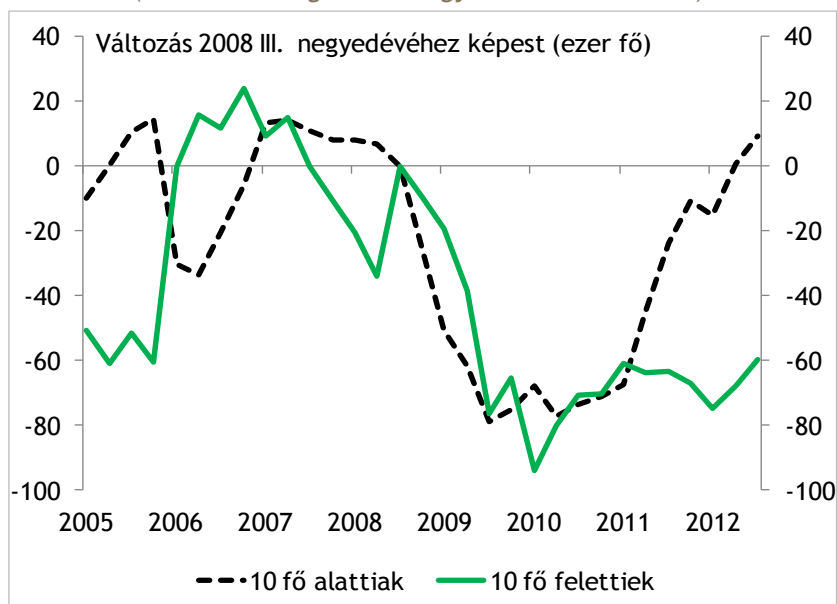
Az intézményi statisztika számai szorosabb együttmozgást mutatnak az ágazat teljesítményének romló tendenciáival, így az IS alapján számított termelékenység a kilábalást követő visszafogott növekedésnek megfelelően alakult egészen az utolsó tényadatig (2012 második negyedév). Ezzel szemben a MEF számai

<sup>17</sup> A foglalkoztatás mérésére kétféle statisztikát is közöl a KSH. Az egyik az egyéni megkérdezésen alapuló munkaerő-felmérés (MEF), a másik a vállalkozások és költségvetési intézmények által szolgáltatott adatokon alapuló intézményi statisztika (IS). Az IS versenyszektora nem tartalmazza egyebek mellett a havi 60 óránál kevesebbet dolgozókat, az 5 főnél kevesebbet foglalkoztató mikro-vállalkozásokat, a non-profit szektort valamint a feketén foglalkoztatottakat, szemben a MEF hasonló statisztikájával. A magánszektor foglalkoztatásának alakulásáról hosszabb távon a két statisztika közel azonos képet szokott mutatni, rövidebb időtávokon azonban előfordulhatnak eltérések is a két felmérés között.

szerint a foglalkoztatás 2011 óta folyamatos bővülést mutat, így a termelékenység azóta - megtörve a kilábalásban megfigyelt trendet - tartós romlást mutat.

Már a szeptemberi inflációs jelentésben is foglalkoztunk azzal a kérdéssel, hogy milyen tényezők állhatnak a versenyszektor foglalkoztatásának MEF szerinti bővülése mögött. Az addig megismert adatok alapján a létszámadatok távolodása a szolgáltató ágazatokra volt jellemző, mélyebb összefüggések feltárására azonban az akkori adatok ismeretében nem nyílt lehetőségünk.

6-2. ábra: A versenyszektorban foglalkoztatottak száma vállalati méret szerint (szezonálisan igazított negyedéves MEF adatok)



Az azóta beérkezett egyén szintű adatok alapján a mikrovállalkozások<sup>18</sup> és az ezeknél nagyobb méretű vállalatok viselkedése között mutatkozott markáns eltérés. Míg a versenyszférában foglalkoztatottak száma jelentősen (összesen mintegy 150 ezer fővel) csökkent a válság első éveiben, a mikrovállalatok körében a mélypont óta nagyjából 75 ezer fővel újra bővült a foglalkoztatás, ezzel az idei év közepére megközelítve a válságot megelőző szinteket. Ezzel szemben a nagyobb cégek foglalkoztatása érdemben nem tudott elmozdulni a válság mélypontját jellemző szintektől (6-2. ábra).

Míg a 10 főnél kisebb cégek adják a versenyszektor foglalkoztatásának közel 40 százalékát, addig a szektor hozzáadott értékén belüli súlyuk mindössze 10 százalék. Mivel a versenyszektor foglalkoztatása a kis cégek felé tolódott az utóbbi negyedévekben, ez negatív összetételhatásként jelentkezik a szektor egészen mért termelékenységi mutatóban.

### 6.1.2 Lehetséges magyarázatok

A kisvállalatok foglalkoztatás bővítéséből származó termelékenységromlásra többféle magyarázat is adható. Ezek a várható következmények szempontjából három nagyobb csoportba sorolhatók: statisztikai mérési problémák, átmeneti okok illetve a magyar gazdaság strukturális átalakulásának következményei. Előfordulhat, hogy a termelékenység megfigyelt romlása csak statisztikai mérési probléma, így az érdemben nem érinti a gazdaság működését és az idő előrehaladtával következmények nélkül megszűnik. Amennyiben azonban átmeneti sokkok térítették el a termelékenységet hosszú távú értékétől, annak már

<sup>18</sup> Vizsgálataink alapján a mikrovállalkozások méretének felső határát 10 fős foglalkoztatásnál érdemes meghúzni, mert ennél a határnál válik el élesen a vállalati viselkedés. Mivel az IS mintájában megjelennek a legalább 5 főt foglalkoztató vállalatok, felmerül a kérdés, hogy az IS-ben megfigyelt 5 és 10 fő közötti létszám-kategóriában miért nem látszik hasonló növekedés. Ez annak lehet az eredménye, hogy az IS-ben a feketén foglalkoztatottak nem jelennek meg. Mivel a mikrovállalkozások körében gyakori a fekete foglalkoztatás, így előfordulhat, hogy még akár 5 főnél ténylegesen nagyobb cégek sem kerülhetnek be a KSH intézményi mintájába.

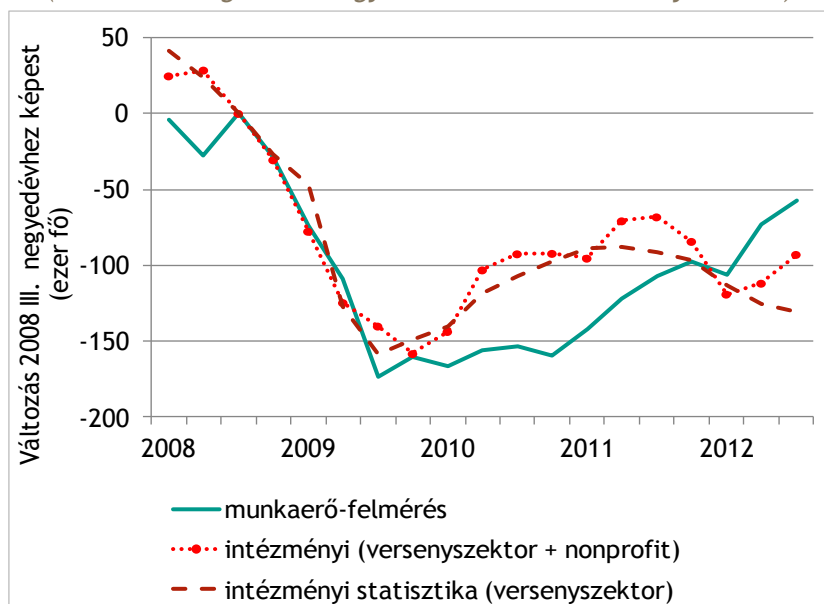
rövid távon korrigálnia kell. Ebben az esetben ez a versenyszektor foglalkoztatásának jelentős csökkenésével járhat addig a pontig, amíg a termelékenység romlásából fakadó profitveszteségek helyre nem állnak. Végül vannak arra utaló jelek is, hogy a megfigyelt folyamatok a gazdaság struktúráinak tartós átrendeződésének jelei egy munkaintenzívebb és alacsonyabb munkatermelékenységgel jellemezhető termelési szerkezet irányába. Ez utóbbi esetben a ciklikus történetből fakadó korrekciók a reál és nominális folyamatokban sokkal visszafogottabbak lehetnek, mivel ez a forgatókönyv a vállalati szektor termelékenységének csak részleges helyreállítását vetíti előre.

### 6.1.3 Mérési problémák

A termelékenységben megfigyelt jelentős romlás megértését nagymértékben nehezíti, hogy az okai egy olyan vállalati körre (mikrovállalkozások) vezethetők vissza, amelyekre vonatkozóan csak kevés és nagy relatív mérési bizonytalanságú adat áll rendelkezésre. Ráadásul ezen vállalati körben nagyobb a fekete foglalkoztatás és a szürke vagy fekete gazdasági tevékenységek aránya, ami szintén az adatminőséget rontja. Előfordulhat az is, hogy a mikro-cégekre becsült hozzáadott-érték adatok nem tökéletesen mérik az e vállalatok termékei iránti tényleges kereslet alakulását.

Magyarázatot szolgáltathat egy statisztikai elszámolási különbség is a kétféle létszámstatisztika között. Míg az intézményi statisztikában a non-profit szektor elkülönítve szerepel, addig ez a különbségtétel a munkaerő-felmérésben nem lehetséges. Ennek következtében a nem közigazgatási, oktatási vagy humán-egészségügyi szolgáltatást nyújtó non-profit cégeknél dolgozók is a versenyszektorban kerülnek elszámolásra a MEF-ben. Az IS non-profit cégekre vonatkozó statisztikai 2009-óta erős együttmozgást mutatnak a közmunkás foglalkoztatás alakulásával, ami arra utal, hogy a közmunkások egy részét non-profit cégeken keresztül alkalmazták. Összehasonlítva az IS nonprofit vállalatokkal kiegészített létszámadatait a MEF versenyszektor foglalkoztatásával úgy tűnik, bár a 2012 előtti jelentős létszámbővülést ez a korrekció nem magyarázza meg, a 2012-ben bekövetkezett 70 ezer fős különbség közel felére magyarázatot adhat (6-3. ábra).

6-3. ábra: A versenyszektor foglalkoztatásának alakulása különböző létszámstatisztikák szerint (szezonálisan igazított negyedéves MEF és intézményi adatok)



Az sem zárható ki, hogy a kis cégek tényleges forrásai jobbak, mint ami az aggregált adatok szintjén megfigyelhető. A 2010 óta érvénybe lépett egyes adóváltozások (pl. társaságiadó-csökkentés) a vállalati terhek enyhítésén keresztül javíthatta a kisebb cégek adózás utáni eredményét, ami fedezetet nyújthatott a pótlólagos foglalkoztatásra. Ennek ellentmond ugyanakkor, hogy ugyanebben az időszakban

a munkát terhelő adók változtatásai (pl. adójóváírás eltörlése) és az adminisztratív béremelések<sup>19</sup> összességében az alacsonyabb keresetű foglalkoztatottak relatív foglalkoztatási költségeit emelték meg. Ez pedig éppen a kisvállalatok számára drágította meg a foglalkoztatást, mivel ezek a cégek jellemzően ebből a körből foglalkoztatnak. Ezek az adóintézkedések azonban összességében tartósan javíthatták a kisebb vállalkozások pénzügyi helyzetét.

Egyéb, közvetlenül nem megfigyelt forrásként számításba lehet venni még az Európa Uniós pályázati pénzeket is. A Nemzeti Fejlesztési Ügynökség adatai alapján a kifejezetten kis- és középvállalkozások finanszírozására szolgáló Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretében megítélt EU-s támogatások összege az elmúlt három évben közel megduplázódott, míg az érintett vállalatok száma több mint három és félszeresére nőtt. Az összes operatív program megítélt összege a 2010-es 49,7 milliárdról az idei évre 103,7 milliárd forintra növekedett. Az aktuális európai költségvetési ciklus 2013-ban ér véget. Bár addig a támogatások kifizetéseinek további felfutása várható, ennek foglalkoztatást növelő hatása csak átmeneti lehet.

### 6.1.4 Átmeneti sokkokra utaló jelek

A termelékenység alakulásának mélyrehatóbb vizsgálata érdekében az alábbi felbontás alkalmazható, amely az összetétel változás miatt a 10 fő alatti és afeletti létszámú vállalatokra külön-külön is elvégezhető:

$$\Delta \ln \left( \frac{Y}{L \cdot H} \right) = \Delta \ln Y - \Delta \ln L - \Delta \ln H$$

Ahol  $Y$  az ágazat hozzáadott értéke<sup>20</sup>,  $L$  a foglalkoztatottak száma,  $H$  az egy főre eső munkaórák számát jelöli, a  $\Delta$  pedig éves változást. Ennek megfelelően  $L \cdot H$  az ágazatban felhasznált munka mennyisége. A munkaórák szerepeltetése lehetővé teszi, hogy a vállalatok alkalmazkodásának extenzív határán (foglalkoztatás változtatása) túl a foglalkoztatás intenzitásának változtatásán keresztüli alkalmazkodást is megfigyeljünk.

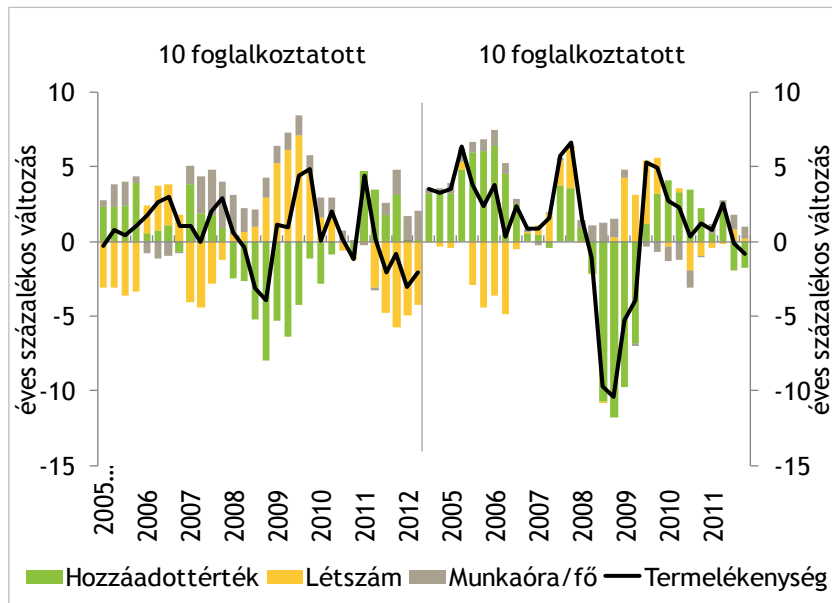
Ezek alapján megfigyelhető, hogy a nagyobb vállalatok termelékenységének alakulása nagyobb kilengéseket (nagyobb volatilitás) és azok lassabb korrekcióját (nagyobb perzisztencia) mutatja. Ezért leginkább a nagyobb vállalatok hozzáadottértékének ingadozásai a felelősek, amikre e vállalatok csak mérsékelten reagálnak a felhasznált munka mennyiségében. Alkalmazkodásukban az is megfigyelhető, hogy míg az intenzív határon szinte azonnal reagálnak a vállalatok (kereslet visszaesés esetén munkaórák visszafogása pl. részmunkaidőbe sorolással), addig az extenzív határon akár 2-3 negyedév késéssel. A létszámreakció általában akkor kezdődik, amikor a kereslet szűkülés már tartósnak bizonyul. A mikrovállalkozásokkal szemben ezen nagyobb vállalatok általában rendelkezhetnek olyan tartalékokkal, amik lehetővé teszik, hogy rövidebb távon megvédjék a meglévő munkaerejüket, azaz valójában a bennük felhalmozott cégspecifikus humántőkét. Ez amiatt lehet racionális, mert az ilyen típusú tőke újratermelése esetenként drágább lehet, mint a munkaerő tartalékolásából származó rövid távú veszteség (6-4. ábra).

---

<sup>19</sup> Jóllehet a 2012 évi adóváltoztatások munkát terhelő adóváltozásainak költség emelő hatásait tompítandó a kormányzat bevezette a bérkompenzáció intézményét, azonban ezt egy olyan elvárt béremeléshez kötötte, aminek első 5%-át a munkáltatóknak kellett állniuk. Ennek következtében még a bérkompenzációt igénybevevők is összességében a munkaköltségeik megemelkedésével kellett számoljanak az alacsonykeresetű foglalkoztatottaik után.

<sup>20</sup> A két vállalati csoport hozzáadott értékének megbontásához csak éves adatok állnak rendelkezésre a NAV mikro-adatbázisából. A negyedéves bontás érdekében a versenyszektor szezonálisan igazított, negyedéves HÉ adatát bontottuk szét úgy, hogy a két csoport HÉ-nek aránya éves átlagában megfeleljen a NAV adatiban megfigyeltnek.

6-4. ábra: A versenyszektor termelékenységének dekompozíciója vállalati méret szerint (szezonálisan igazított negyedéves MEF, NAV és MNB becslésen alapuló adatok)



megjegyzés: A foglalkoztatás és a munkaóra hozzájárulása a termelékenységhez ellentétes előjelű, azaz pl. a munkaórák növekedése a termelékenység romlását okozza.

A mikrovállalatok termelékenységének alakulásában kisebb ingadozások és kisebb perzisztencia figyelhető meg. Ez annak lehet az eredménye, hogy bár a hozzáadottértéket érő sokkok hasonló mértékűek a nagyobb vállalatokat érőkéhez, a létszám reakció ebben a körben sokkal erősebbnek látszik. Több szerző így Brock és Evans (1989) valamint Cravo (2011) munkái is azt mutatták ki, hogy a kisméretű cégek (különösen a feltörekvő országokban) rugalmasabban reagálnak átmeneti sokkokra a nagyobb vállalatoknál.

A mikrovállalkozásoknál sem az intenzív alkalmazkodás, sem a munkaerőtartalékolás nem jellemző. Az egy főre eső munkaórák alakulása ezeknél a kis cégeknél az elmúlt hét évben a konjunktúra rövid távú alakulásától függetlenül szinte folyamatosan csökkent, ami így a termelékenység alakulásához pozitívan járulhatott hozzá.

Az utóbbi negyedévek termelékenységromlása döntően a 10 fő alatti vállalkozások körében jelentkezett, amihez legnagyobb mértékben ezen kör foglalkoztatásbővítése járult hozzá. Ezt csak részben tompította az egy főre eső munkaórák mérséklődése, így a felhasznált munkaóratömegre vetített termelékenység továbbra is romló tendenciát mutat az elmúlt közel egy évben.

A gazdaság 2012-es lassulását megelőző negyedéveket biztató konjunktúravárakozások jellemezhetnék, ami alapot adhatott a foglalkoztatás bővítésére. A termelékenység romlásához a külső kereslet visszaesése is hozzájárult az idei évben, amihez a vállalatok rövid távon még nem tudtak alkalmazkodni. Amennyiben a termelékenység megfigyelt romlásában átmeneti sokkok játszottak szerepet, azok kifutásával már rövid távon is jelentős leépítések valószínűsíthetők a vállalatok részéről.

Ezt támaszthatja alá, hogy a mikro vállalkozások méretükből fakadóan jellemzően csak nagyobb vállalatok beszállítóiként kapcsolódnak a külső piacokhoz, így a nagyobbakat érő negatív keresleti sokkok csak késéssel éreztetik hatásukat ebben a vállalati szegmensben. Tovább lassíthatja a reakciót, hogy a mikrovállalatok létszámreakciója is késést mutat hozzáadott értékük alakulásához viszonyítva.

Némileg ellentmond ugyanakkor ennek a magyarázatnak, hogy bár a múltban a termelékenység romlását a hozzáadott érték romlása eredményezte, az elmúlt negyedévekben ezt a foglalkoztatás bővülés indította el 2011 közepén, már jóval a kereslet idén megfigyelt visszaesését megelőzően.

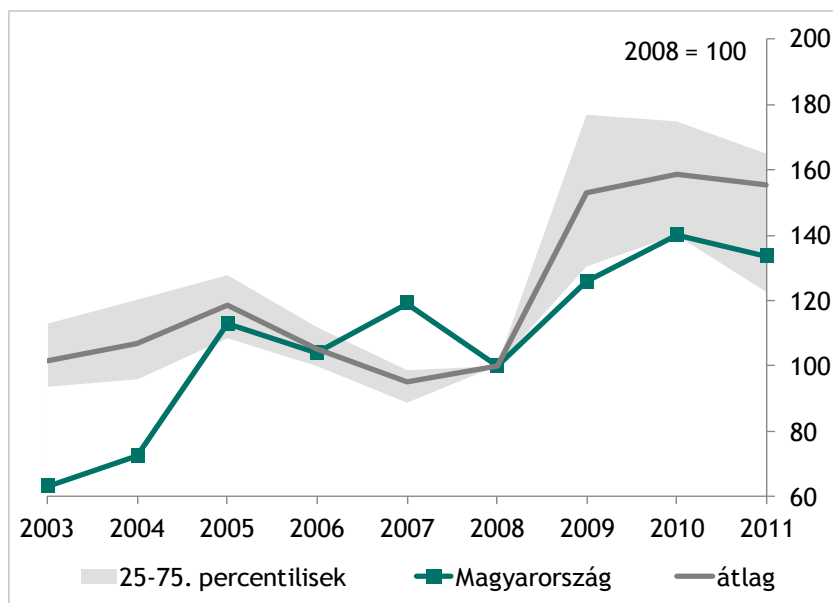
### 6.1.5 Tartós strukturális változásokra utaló jelek

Az elmúlt évek makrogazdaságot érő erőteljes sokkjainak következtében valószínűsíthető, hogy a magyar gazdaság szerkezetében tartós változások is végbemehettek. Ezek a változások pedig hatással lehetnek a vállalatok viselkedésére, így a múltbeli tapasztalatok a jövőt illetően kevésbé lehetnek irányadóak.

A gazdaság tendenciáinak tartós megváltozására utalhat, hogy az ár és nem ár jellegű hitelfeltételek a válság kezdete óta jelentősen szigorodtak, így a vállalatok hosszú ideje szűkülő tőkekinálattal szembesülnek. Ezzel összefüggésben a vállalati beruházások is historikusan alacsony szinten alakultak az utóbbi időszakban. Ezek a megfigyelések közvetve a tőkeinput relatív árának tartós emelkedését jelezhetik. Utóbbi folyamatot átmenetileg erősíthette a pénzügyi szektort terhelő különadó, aminek áthárítása a külső forrásbevonást tovább drágíthatta a vállalatok számára.

Ezzel egy időben a munkapiacra is tartós változások jelei mutatkoznak. Az elmúlt két évben a munkakínálat folyamatos bővülést mutatott. Várakozásunk szerint ezt a bővülést olyan tényezők okozzák, amelyek hatásai még a közeljövőben is fennmaradhatnak. Mivel ez a jelentős munkakínálati nyomás a válság óta, a gyenge munkahely-teremtési adatokkal összhangban, nem találkozik megfelelő munkakereslettel, így a munkanélküliség historikusan magas szinteket ért el. Ennek a kínálati nyomásnak és a gyenge keresletnek az eredményeként a vállalati szektor bérezése tartósan elmaradt a válság előtti dinamikáktól, a reálbérek azóta nem egy évben csökkenést mutattak. A munka árának alkalmazkodását az idei évben érvénybe lépő adminisztratív béremelések ugyan rövid távon hátráltatták, a bérezést visszafogó hatások nagy valószínűséggel a következő években is fennmaradhatnak (6-5. ábra).

6-5. ábra: A tőke munkához viszonyított relatív árának alakulása az Európai Unióban



Megjegyzés: A tőke árát a nempénzügyi vállalkozásoknak nyújtott, 1-5 év lejáratú kölcsönök átlagos kamatával, a munka árát a munkakereslet-index éves értékével mértük. Forrás: Eurostat

Ezen hatások alapján arra lehet következtetni, hogy a munka tőkéhez mért relatív ára jelentősen csökkent, amit az adatok<sup>21</sup> is alátámasztanak. Ez arra ösztönözheti a vállalatokat, hogy termelésüket munkaintenzívebb technológiák irányába alakítsák, azaz a termelésükben a tőkét munkával helyettesítsék. Ez a technológiai átrendeződés a munkatermelékenység tartós romlásával járhat.

<sup>21</sup> Hasonló tendenciák az európai országok többségében megfigyelhetők az utóbbi években.

### 6.1.6 Következtetések

A termelékenység alakulása jelen körülmények között csak nagy bizonytalansággal ítélni lehet. A bizonytalanságot elsősorban a mikro-vállalkozások bővülő foglalkoztatása okozza, amit a gyenge konjunktúra folyamatok nem támasztanak alá. E jelenségre többféle magyarázat is adható, amelyek alapján eltérő következtetések vonhatók le a következő évekre nézve. Jelen elemzésünk alapján megállapítható, hogy valamennyi lehetséges forgatókönyv csak részleges magyarázatot szolgáltat a termelékenységi dilemma megértésére, így nagy valószínűséggel ezek együttes hatásai okozhatják a termelékenység romlását.

Összességében tehát a jelentős mérési bizonytalanságokon túl tartós és átmeneti folyamatok egyaránt szerepet játszhattak a vállalati szektor foglalkoztatásának és termelékenységének utóbbi negyedekben megfigyelt elmozdulásaiban. Ennek fényében a vállalatok termelékenységük helyreállítása érdekében rövid távon foglalkoztatásuk visszafogásával, hosszabb távon a bérezés dinamikáinak mérséklésével reagálhatnak. Mivel azonban a munka tőkéhez viszonyított ára tartósan csökkenhetett az utóbbi években, a termelékenység helyreállítása során a vállalatok a korábban jellemző szintektől elmaradó munkatermelékenység visszaállítását célozhatják (6-1. táblázat).

6-1. táblázat: A termelékenységi dilemma lehetséges magyarázatai és következményei

	Lehetséges magyarázatok	Várható következmények
	közmunkás foglalkoztatás non-profit cégeken keresztül	A két statisztika további elnyílásában a közmunkaprogram alakulása az irányadó: tovább bővülő közmunka esetén további romlás várható a MEF alapú termelékenységben, ami további elnyílást jelent.
	adó változások, vagy EU-s pályázatok hatására nagyobb vállalati mozgástér	Ezen források kifutásával az ezekből finanszírozott foglalkoztatás leépítése várható.
mérési	átmeneti külső keresleti sokk	Jelentős leépítések a termelékenység korábbi szintjeinek visszaállítása érdekében.
átmeneti	tőke-munka helyettesítés	A termelékenység egy új hosszú távú egyensúlyi értékhez konvergál.
tartós		

### 6.1.7 Hivatkozások

Bank of England (2012) *Explaining the productivity shortfall*, Inflation Report, November 2012, Bank of England

Brock, W., Evans, D. (1989) *Small business economics*. Small business Economics 1 (1), 7-20

Cravo, Túlio A. (2011) *Are Small employers more cyclically sensitive? Evidence from Brazil*, Journal of Macroeconomics, 33, 754-769

# 7 A 2012. ÉS 2013. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓI ÁRINDEX FELBONTÁSA

7-1. táblázat: A piaci és a szabályozott árak hatása inflációs előrejelzésünkre (százalékpont) \*

	CPI-hatás 2012-re			CPI-hatás 2013-ra		
	áthúzó hatás	bejövő hatás	Éves index	áthúzó hatás	bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,3	-0,2
Piaci	0,7	1,9	2,6	0,5	2,1	2,6
Indirekt adók és intézkedések	0,5	1,9	2,4	0,3	0,8	1,1
<b>CPI</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>

\* 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 indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. Technikai áfahatás figyelembevételével.

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra\*

	2012					2013					
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirektadó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirektadó-hatás	Átlagos éves index	
Élelmiszerek	-0,4	0,1	4,9	1,2	5,9	2,0	0,0	4,2	0,0	6,3	
nem feldolgozott	-3,3	0,0	8,7	1,6	6,9	2,2	0,0	3,5	0,0	5,8	
feldolgozott	1,2	0,2	2,9	1,0	5,4	1,9	0,0	4,6	0,0	6,5	
Ipari termékek	0,9	0,2	0,2	1,3	2,6	0,3	0,0	1,3	0,0	1,6	
tartós	-0,3	0,0	-1,7	0,8	-1,2	-0,8	0,0	1,5	0,0	0,7	
nem tartós	1,2	0,2	1,1	1,5	4,1	0,7	0,0	1,3	0,0	2,0	
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,7	1,8	4,5	0,8	0,3	2,7	2,3	6,2	
Piaci energia	3,0	0,0	5,2	1,6	10,1	3,1	0,0	-0,3	0,0	2,7	
Alkohol, Dohány	0,2	2,8	2,2	7,2	12,8	2,4	2,3	2,0	3,6	10,7	
Benzin	5,2	1,2	4,1	1,6	12,7	-4,4	0,0	4,4	0,0	-0,3	
Szabályozott árak	0,6	0,7	2,1	1,2	4,7	0,5	0,1	-1,7	0,0	-1,1	
Fogyasztóiár-index	0,8	0,5	2,3	1,9	5,7	0,6	0,3	1,7	0,8	3,5	
Maginfláció	0,9	0,5	1,5	2,2	5,1	1,0	0,4	2,4	1,2	5,2	

\* 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 indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. Technikai áfa-hatás figyelembevételével.