

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2012. szeptember



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
**2012. szeptember**

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 az igazgatóság hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Fábíán Gergely, Fehér Csaba, Gábrriel Péter, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Hosszú Zsuzsanna, Hudák Emese, Jeney Johanna, Kaponya Éva, Kékesi Zsuzsa, P. Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Kiss Tamás, Koroknai Péter, Krusper Balázs, Kucsera Henrik, Kuti Zsolt, Lehmann Kristóf, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, Rácz Olivér Miklós, Schindler István, Soós Gábor D., Szabó Lajos Tamás, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Szűcs Péter, Tamási Bálint, Tóth Bernadetta, Varga Lóránt, Várhegyi Judit, Valentinyiné Endrész Marianna, Várpalotai Viktor, 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. szeptember 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

<b>A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése</b>	7
<b>1. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	12
1.1. Helyzetértékelésünk – a gazdaság induló pozíciója	14
1.2. Inflációs előrejelzésünk	18
1.3. Reálgazdasági előrejelzésünk	20
1.4. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	23
<b>2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre</b>	26
<b>3. Makrogazdasági helyzetértékelés</b>	28
3.1. Nemzetközi környezet	28
3.2. Aggregált kereslet	34
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	38
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	42
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.6. Költségek és infláció	46
<b>4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók</b>	51
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	51
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	55
<b>5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója</b>	58
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	58
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	60
5.3. Költségvetési folyamatok	62
<b>6. Kiemelt témák</b>	66
6.1. Inflációs alapfolyamatok monetáris politikai szempontból	66
6.2. Termelésifüggvény-alapú becslés a magyar gazdaság potenciális növekedési ütemére	69
<b>7. A 2012. és 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása</b>	75
<b>A Magyar Nemzeti Bank kiadványai</b>	76

## Keretes írások jegyzéke

Az adminisztratív intézkedések hatása a versenyszféra bérindexére	16
Technikai előrejelzési feltevéseink a hiánycél elérhetőségét biztosító intézkedéscsomagról	19
Az új állami kamattámogatási rendszer hatása hitelezési előrejelzésünkre	22
Bővebben a romló konjunktúraindexek ellenére javuló pénzügyi hangulat okairól	32
Mi állhat az elmúlt hónapok gyengébb ipartermelés-adatainak hátterében?	40
Eltérő folyamatok a foglalkoztatási adatokban? Az ideai foglalkoztatási adatok értelmezése	43
Az élelmiszerárak begyűjtése a fogyasztói árakba	49



# A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése

## ELMÚLT NEGYEDÉV KAMATLÉPÉSEI

A monetáris politikában a válság kezdete óta egyszerre vannak jelen a lazítás és a szigorítás irányába ható tényezők. A kereslet drasztikus visszaesése és tartós gyengesége kamatcsökkentést indokolna. A folyamatosan érkező költségsokkok következtében azonban az infláció nem tudott tartósan csökkenni, ami az óvatos kamatpolitika irányába hatott. A globális pénzügyi piaci környezet és a hazai eszközárak kedvezőtlen alakulása időről időre ugyancsak korlátozta a monetáris politika mozgásterét.

A Tanács júniusi helyzetértékelése alapján a kamat emelésének és csökkentésének irányába ható tényezők rövid távon kioltották egymást. Júniusi közleményében a Tanács jelezte, hogy a kockázati környezet és a célt hosszabb időszakon keresztül meghaladó infláció óvatos monetáris politikát indokol, kamatcsökkentésre csak a kockázatok mérséklődését követően kerülhet sor.

Az elmúlt negyedévben mind az inflációs, mind a makrogazdasági kilátások számottevően romlottak, míg a globális pénzügyi piaci környezet és ennek következtében Magyarország kockázati megítélése érdemben javult. Ezeket a tényezőket mérlegelve, a júliusi tartást követően a Monetáris Tanács augusztusban az irányadó kamat 25 bázispontos mérséklése mellett döntött. Augusztusi közleményében a Monetáris Tanács jelezte, hogy a monetáris kondíciók lazítására csak addig van mód, amíg a gazdaságot érő kínálati sokkok és árszintemelő kormányzati intézkedések nem okoznak tovagyrúzó inflációs hatásokat.

## MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi folyamatokat a pénzügyi hangulat javulásának és a konjunkturális kilátások gyengülésének a kettősége jellemezte. A nyári hónapokban a globális pénzügyi hangulat számottevően javult. A befektetői optimizmust döntően az európai válság kezelésével kapcsolatos bejelentések táplálták, de az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazítására vonatkozó várakozások is növelték a kockázatvállalási hajlandóságot. A javuló pénzügyi folyamatok ellenére a konjunktúraindikátorok a legtöbb gazdasági régióban a növekedés további lassulására utalnak, az eurozóna az idei évben ismét recesszióba kerülhet. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az európai válságkezelő intézkedések idővel beváltják a hozzájuk fűzött reményeket, és 2013-ban az európai konjunktúra folyamatosan erősödhet.

A javuló kockázati megítélés és a visszafogott reálgazdasági teljesítmény közötti kettőség a hazai folyamatokban is tetten érhető. A kedvező nemzetközi környezetben a hazai pénzügyi piaci eszközök felára számottevően mérséklődött. Ugyanakkor az első negyedévi jelentős visszaesést követően kisebb mértékben, de a második negyedévben is folytatódott a kibocsátás csökkenése. A GDP visszaeséséhez belső és külső tényezők egyaránt hozzájárultak. 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. A jelentős autóipari beruházásokat követően a termelés fel-futása is megkezdődött, ám a külső piacainkon tapasztalt lassulás tompította az új kapacitások exportélnkítő hatását. A rendkívül gyenge mezőgazdasági terméseredmények tovább rontják az idei évi növekedési kilátásokat.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gazdaság növekedési kilátásai romlottak, a kibocsátás 2013-ban is csak lassan növekedhet. A növekedés forrása az export marad, amit az európai konjunktúra várt élénkülése is támogat. A csökkenő reáljödelmek, a folytatódó mérlegkiigazítás, az általánosan szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a belső kereslet tartósan visszafogott marad. A fogyasztás és a beruházás jövőre is mérséklődhet. Az egyaránt tartósan magas munkanélküliség és alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése jövőre is visszafogott marad.

Az elmúlt években meghozott kormányzati intézkedések következtében a munkapiaci aktivitás folyamatosan bővült. A gyenge konjunktúra mellett ugyanakkor a vállalatok munkakereslete továbbra is visszafogott, a foglalkoztatás bővüléséhez csak az állami közmunkaprogramok tudtak hozzájárulni. Míg az elmúlt éveket visszafogott béremelkedés jellemezte, az idei évben jelentősen gyorsult a bérek növekedési üteme. A bérgyorsulásban számottevő szerepe volt az év eleji adminisztratív béremeléseknek, ugyanakkor a minimálbértől szűrt bérinflációs mutatók is emelkedtek. A bérkompenzációs rendszer bevezetése átmenetileg tompítja a magas bérnövekedés költségemelő hatását, azonban a romló értékesítési lehetőségek mellett emelkedő fajlagos bérköltségek – főleg a belföldre termelő ágazatokban – költségoldali inflációs hatásokat is okoznak, és korlátozzák a foglalkoztatás bővülését. A megugró bérnövekedés hátterében meghúzódó tényezők alakulását kiemelt figyelemmel követi a Monetáris Tanács.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a munkanélküliség válság során tapasztalt emelkedése részben tartós, strukturális problémákat tükröz, azonban az elkövetkező időszakban a munkapiaci környezet ezt figyelembe véve is laza marad. A gyenge növekedési kilátások mellett csak visszafogottan bővílhet a munkaerő iránti kereslet, ezért a nominális bérdinamika a minimálbér-emelés hatásának kifizetését követően visszafogottabban alakulhat. A jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásának költségeit. A Monetáris Tanács megítélése szerint az intézkedések csak tompítani tudják a gyenge konjunktúra hatását, a versenyszféra foglalkoztatása legfeljebb mérsékelt ütemben növekedhet.

A romló növekedési kilátások mellett az éves fogyasztóiár-index tartósan az év eleji magas szint közelében alakult. A magas infláció részben a kormányzati indirektadó-emelések és a kibontakozóban lévő élelmiszerárak hatását tükrözi. E hatásoktól megtisztított, az inflációs alapfolyamatot jellemző mutatók is emelkedtek, a korábban vártnál nagyobb mértékű volt a költségsokkok árakba való begyűrzése. Előre tekintve a kibontakozóban lévő élelmiszerárak és az újabb kormányzati intézkedések – a jövedéki adók emelkedésén és a vállalatok termelési költségeinek növekedésén keresztül – magasan tartják a fogyasztóiár-indexet. Az inflációs alapfolyamatok alakításában a bérköltségek, a termelést terhelő adók és a nyersanyagárak emelkedése, valamint a gyenge belső kereslet árleszorító hatása egyaránt szerepet játszik.

Összességében az infláció (a fogyasztói árak éves növekedési üteme) az előrejelzési horizont túlnyomó részében számottevően a 3 százalékos cél fölött alakulhat, és csak 2014 második felében érhető el az inflációs cél.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozícióknak javulásának hátterében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll, miközben a jövedelemegyenleg emelkedő hiánya a mérséklődés irányába hat. A fokozatosan termelésbe forduló autóiipari beruházások jelentős szerepet játszanak a nettó export dinamikus bővülésében, míg a visszafogott belső kereslet a mérsékeltebb importon keresztül járul hozzá a magas külkereskedelmi többletkez.

A fiskális hiánycélok tartása mellett a fiskális politika várhatóan idén és jövőre is visszafogja a belső keresletet. A munkahelyvédelmi program keretében bejelentett intézkedések jelentős mértékű lazítást eredményeztek ugyan a 2013-as költségvetési egyenlegben, de a Monetáris Tanács azt feltételezi, hogy a kormány a továbbiakban is elkötelezett a költségvetési hiánycélok teljesítése iránt, így további fiskális kiigazítással számol. Az előrejelzés technikai feltevéseiben szereplő intézkedések 2013-ban várhatóan emelik a fogyasztóiár-indexet, és visszafogják a belső keresletet, ugyanakkor szükségese a hazai kockázati felárak fokozatos mérséklődéséhez.

Az államadósság további mérséklése érdekében fontos, hogy a költségvetési deficit fenntartható módon mérséklődjön. Az államadósság finanszírozási kockázatainak további csökkentése és az alacsonyabb kockázati felárak érdekében a Monetá-

ris Tanács továbbra is kiemelt fontosságúnak tartja, hogy a kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között minél előbb megegyezés szülessen.

## MONETÁRIS POLITIKAI MEGFONTOLÁSOK

A makrogazdasági folyamatok várható alakulását és ezzel összefüggésben a monetáris politika mozgásterét jelentős bizonytalanság övezi. A monetáris politikai lépéseket elsősorban az inflációs folyamatok várható alakulása, a gazdaság ciklikus helyzete és a kockázati megítélés befolyásolja.

A Monetáris Tanács értékelése alapján a válság elhúzódása következtében a gazdaság termelési kapacitásai sérülhettek, és a potenciális növekedés üteme jelentősen csökkent. A válság során a kibocsátási rés a gyenge növekedés mellett is fokozatosan záródott. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy nagy a bizonytalanság annak megítélésében, hogy a gazdaságban továbbra is jelen lévő kapacitásfelesleg milyen hatékonyan tudja korlátozni a bérköltségek és az árak emelkedését. Az inflációs alapfolyamatok és a bérek emelkedése arra utal, hogy a gyenge kereslet dezinfláló hatása az elmúlt időszakban mérséklődhetett. Ugyanakkor a bérek és az infláció emelkedéséhez számos átmeneti tényező is hozzájárult, a keresleti és költségoldali hatások szétválasztása nem egyértelmű. Így csak nagy bizonytalansággal lehet meghatározni, hogy a gazdasági visszaesésben mekkora a tartós és a ciklikus tényezők szerepe. Ha a kínálati kapacitások csak kisebb mértékben károsodtak, akkor a gyenge reálgazdasági teljesítmény dezinflációs hatása nagyobb, és az inflációs cél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető.

A monetáris politikai döntések szempontjából ugyancsak fontos kérdés, hogy a gazdaságot érő folyamatos költségsokkok milyen mértékben változtatják meg a gazdasági szereplők inflációs várakozásait. Amennyiben a gazdaság szereplői tartósan magasabb inflációs környezettel számolnak, akkor a költségsokkok másodkörös hatása erősebb lehet, a nominális bérek emelkedhetnek, valamint az inflációs alapfolyamatok is romolhatnak. Ebben az esetben a kedvezőtlen folyamatok ellensúlyozása érdekében szigorúbb monetáris kondíciók szükségesek.

A pénzügyi piaci környezet alakulása ugyancsak érdemben befolyásolhatja a monetáris politikai lépéseket. A Monetáris Tanács a kockázati megítélés alakulásával kapcsolatban a jelenleginél kedvezőbb és kedvezőtlenebb helyzet kialakulására is lát esélyt. A kockázati felárak mérséklődését támogathatja a várakozásoknál sikeresebb európai válságkezelés, valamint az államadósság finanszírozásának kockázatait mérséklő hazai gazdaságpolitikai intézkedések. Ugyanakkor amennyiben a kormányzat, az Európai Bizottság és az IMF közötti megállapodás meghiúsul vagy számottevően elhúzódik, akkor a kockázati felárak érdemben emelkedhetnek.

A tanácstagok többsége úgy látja, hogy a potenciális növekedés lassulása ellenére a gazdaságot továbbra is számottevő kapacitásfelesleg jellemzi. A gyenge belső kereslet emiatt érdemben tompítja a költségsokkok inflációs hatását, a költségsokkok közvetlen hatásának lecsengése után az inflációs cél teljesülni fog. Az európai adósságválságot kezelő intézkedések érdemben javítják a globális pénzügyi piaci környezetet, ami a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelni fogja. A várható inflációs és pénzügyi piaci folyamatokat, valamint a tartósan gyenge keresletet figyelembe véve összességében a jelenleginél lazább monetáris kondíciók indokoltak. További kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok tartósak, és a középtávú inflációs kockázatok mérsékeltek maradnak.

<b>Alap-előrejelzésünk összefoglaló táblázata</b> (előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)			
	2011	2012	2013
	Tény	Előrejelzés	
<b>Infláció (éves átlag)</b>			
Maginfláció <sup>1</sup>	2,7	5,2	4,9
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,7	3,1
Fogyasztóiár-index	3,9	5,8	5,0
<b>Gazdasági növekedés</b>			
Külső kereslet (GDP-alapon) <sup>2</sup>	2,7	0,7	1,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,0	-1,0	-0,8
Állóeszköz-felhalmozás	-5,5	-5,9	0,0
Belföldi felhasználás	-0,6	-3,1	-1,0
Export	8,4	2,1	6,9
Import	6,3	0,6	5,8
GDP	1,6	-1,4	0,7
<b>Külső egyensúly</b>			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,4	2,1	3,6
Külső finanszírozási képesség	3,5	4,7	6,7
<b>Államháztartás<sup>3</sup></b>			
ESA-egyenleg	4,2	-3,7 (-2,8)	-2,7 (-2,4)*
<b>Munkaerőpiac</b>			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4, 7</sup>	5,0	4,4	4,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>5</sup>	0,8	1,2	0,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>6</sup>	5,4	7,3	4,8
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	2,3	-0,2	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5, 7</sup>	6,7	5,2	4,8
Lakossági reáljövedelem <sup>8</sup>	2,2	-4,0	-1,3

<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 GDP arányában. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.  
<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.  
<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése korrigálva a közfoglalkoztatottakkal.  
<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.  
<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számított adatot mutatja.  
<sup>8</sup> MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonsértések hatásával.  
\* Alap-előrejelzésünkben technikai feltevésként egy a 2012. júliusi kormányzati intézkedések hiánynövelő hatását ellensúlyozó, a GDP 1,4%-át kitevő hipotetikus kiigazítást építettünk be.

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 céltól vett eltérései és a gazdaság ciklikus pozíciójáról kialakított képünk befolyásolják. A reakciófüggvény egyes változókra vett érzékenységét 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 döntéseihez, de nem feltétlenül esik egybe a Tanács mindenkori döntéseivel.

---

<sup>1</sup> A modellről bővebben írtunk a 2011. márciusi *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványunk 6.1. alfejezetében, illetve a HORVÁTH ÁGNES-KÖBER CSABA-SZILÁGYI KATALIN (2011): Az MNB Monetáris Politikai Modellje, az MPM. *MNB-szemle*, június.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Külső és belső okok miatt romló konjunkturális helyzet és emelkedő infláció jellemezte az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait. A romló keresleti környezet ellenére az inflációs adatok várakozásainknál magasabbnak bizonyultak. A gyenge növekedés és a magas infláció kettősége előrejelzési horizontunk nagy részében jellemző maradhat, miközben a magyar gazdaság kockázati megítélése júniusi feltevéseinknél kedvezőbben alakul. A költségvetési célok elérését célzó kormányzati intézkedések és az elmúlt negyedévben kibontakozó költségsokkok hatásai jövőre is tartósan a cél fölött tartják az inflációt, ami várhatóan 2014 második felében süllyed 3 százalékra. Előrejelzésünkben a hosszabb ideig magas infláció a monetáris kondíciók szigorítását, míg a tartósan gyenge növekedés és a hazai eszközök kockázati felárának mérséklődése a kondíciók lazítását okozná. Mivel ezen hatások többnyire kioltják egymást, így előrejelzésünk a jelenlegi kamatszint huzamosabb ideig történő fennmaradását feltételezi.

A magyar gazdaság 2012 elején recesszióba került és a következő évben is csak mérsékelt ütemű növekedésre számítunk. A gyenge reálgazdasági teljesítmény részben a globális konjunktúra lassulását, részben belső tényezők hatását tükrözi. A külső keresletünk az év végétől ismét élénkülhet, ám a fejlett gazdaságok elhúzódó válságkezelése miatt a következő években is csak visszafogottan növekedhet. Ezzel együtt a hazai növekedés forrása továbbra is az export marad. A csökkenő reáljövedelmek, az elhúzódó mérlegkiigazítás és az általánosan szigorú hitelkínálat következtében a belföldi szereplők kereslete tartósan visszafogott lehet. A bizonytalan keresleti kilátások és a befektetői bizalmat gyengítő szabályozói kockázatok miatt a vállalatok beruházási aktivitása várhatóan továbbra is gyenge marad. A tartósan visszafogott beruházási aktivitás mellett a gazdaság potenciális növekedése az idei évben tovább mérséklődhet, és előrejelzési horizontunkon is csak alacsony dinamikát mutathat. Előrejelzésünk szerint növekedésünket erősödő ciklikus hatások alakítják, így a kibocsátás a teljes horizonton elmarad a potenciális szintjétől.

A gyenge konjunktúra és a kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzet miatt a vállalati szféra munkakereslete tartósan visszafogottan alakulhat. A kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések hatása elsősorban a meglévő munkahelyek megtartását segítheti, így a versenyszféra foglalkoztatása az idei évi enyhe csökkenést követően 2013-ban is csak mérsékelt ütemben növekedhet. Bár a munkanélküliség tartósan magas szinten ragad, ez részben strukturális okokra vezethető vissza, így mérséklődhet a laza munkapiaci környezet bérleszorító ereje. Az adminisztratív intézkedések miatt az idei évben jelentősen gyorsult a nominálbérek növekedése. A magas bérdinamika és a romló konjunkturális környezet a fajlagos bérköltségek további emelkedéséhez vezettek. A kormányzati kompenzációs eszközök ellensúlyozhatják a vállalati bérköltség emelkedését, ám hosszabb távon a magas fajlagos bérköltségek inflációs kockázatokat okozhatnak, különösen a munkaintenzív ágazatokban.

Az elmúlt hónapok adatai a vártnál magasabb inflációt mutattak. Az infláció gyorsulását döntően a nyersanyagárak emelkedésének első körös hatásai okozták, ám a gyenge kereslet ellenére a maginflációs körben is a vártnál erősebb áremelkedések jelentkeztek. Az év eleji szinten ragadó maginfláció arra utal, hogy a gyenge kereslet árleszorító hatása némileg gyengülhetett. A növekedési kilátások romlása ellenére a világpiaci nyersanyagárak az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek. A globálisan gyenge terméseredmények következtében különösen erős áremelkedés jellemezte a mezőgazdasági termékeket. A nyersanyagárak emelkedése előbb a maginfláción kívüli tételek árait emeli, majd fokozatosan megjelenik a maginflációban is. A teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés mellett erőteljes másodkörös hatásokra nem számítunk. Az infláció az előrejelzési horizont jelentős részében számottevően 3 százalék fölött alakulhat, és csak 2014-ben kerülhet összhangba az inflációs céllal.

A következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozíciónk javulásának hátterében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll. A tartósan kedvező nettó külső finanszírozási pozíció mellett folytatódhat az elmúlt években a gazdaság sérülékenységét érdemben meghatározó magas nettó külső adósság csökkenése.

*A huzamosabb ideig magas infláció és a tartósan gyenge növekedés ellentétes irányú kamatlépéseket okozna, miközben az elmúlt hónapokban a hazai eszközök kockázati felárának mérséklődése növelte a monetáris politika mozgásterét. Bár alapelőrejelzésünkben a tartósan gyenge kereslet és a kockázati megítélésünk javulása a monetáris kondíciók lazítása irányába hatnak, az inflációs kilátások érdemi romlása nem teszi lehetővé a monetáris kondíciók lazítását. Ezzel összhangban alapelőrejelzésünk a jelenlegi kamatszint huzamosabb ideig történő fennmaradását feltételezi.*

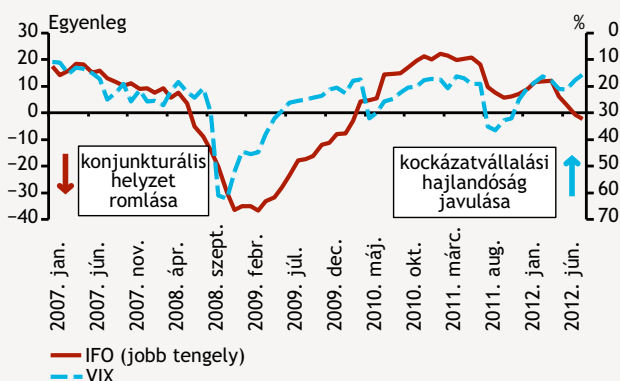
# 1.1. Helyzetértékelésünk – a gazdaság induló pozíciója

A pénzügyi hangulat javulásának és a konjunkturális kilátások gyengülésének kettősége határozta meg az elmúlt hónapok gazdasági adatait. A növekvő globális kockázatvállalási hajlandóság jelentősen javította a feltörekvő piacok, köztük a magyar gazdaság kockázati megítélését. A pénzügyi optimizmus ellenére a növekedést meghatározó tényezők továbbra is gyengék, ami mind globálisan, mind a magyar gazdaságban az elmúlt évek lassú növekedésének megtorpanását, visszafordulását okozták. A gyenge keresleti kilátások mellett a munkapiacian érdemi elmozdulást nem tapasztalhattunk. A magas munkanélküliségi adatok jelentős részben strukturális okokat tükröznek, így a munkaerő-piaci feltételek korábbi várakozásainknál kevésbé lazák lehetnek. Ezzel összhangban a magas munkanélküliség bérleszorító hatása kisebb. Bár a keresletoldali inflációs nyomás mérsékelte, ám a visszafogott kereslet árleszorító hatása is mérséklődhetett. Ezen hatás mellett az infláció elmúlt hónapokban tapasztalt gyorsulásához a nyersélelmiszer-árak növekedésének első körös hatásai és az évközi újabb indirektadó-emelések is számottevően hozzájárultak. Az éves infláció tartósan az év eleji magas szint közelében alakult. Az adóhatásoktól szűrt infláció is némileg meghaladta a 3 százalékot.

1-1. ábra

A feltörekvő piaci hangulatot mérő VIX-index és az IFO konjunkturáindikátor alakulása

(2007. jan.–2012. aug.)

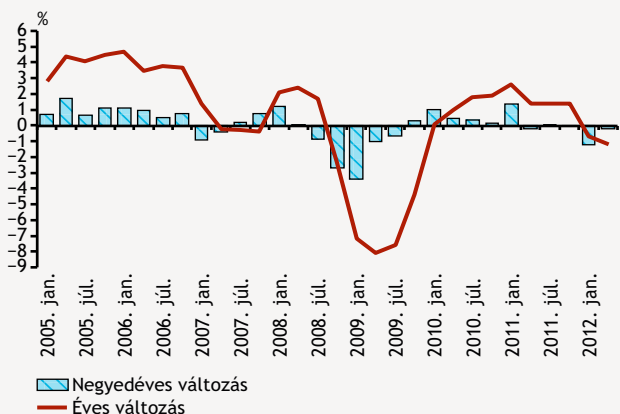


A nyári hónapokban számottevően javult a globális pénzügyi hangulat. A befektetői optimizmust döntően az európai válság kezelésével kapcsolatos bejelentések táplálták, de az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazítására vonatkozó várakozások is a kockázatvállalási hajlandóság növekedése irányába hatottak. A javuló pénzügyi folyamatok ellenére a legfontosabb konjunkturáindikátorok a legtöbb gazdasági régióban a növekedés további lassulására utalnak (1-1. ábra). Az elmúlt évek lassú kilábalását követően az eurozóna az idei évben ismét recesszióba kerülhet, míg a korábbi években lendületes növekedést mutató feltörekvő gazdaságokban is a gazdasági lassulás jelei jelentkeznek. A romló növekedési kilátások ellenére emelkedő világpiaci nyersanyagárak a költségoldali inflációs hatások erősödését vetítik előre.

1-2. ábra

A hazai GDP alakulása

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



A javuló kockázati megítélés és a visszafogott reálgazdasági teljesítmény közötti kettőség a hazai folyamatokban is megfigyelhető volt. A feltörekvő országokba irányuló tőkeáramlás erősödésével a hazai kockázati megítélés számottevő javulást mutatott. A kedvező pénzügyi hangulatban a forint/euro árfolyam tartósan 280–285 forintos sávba erősödött.

Az első negyedévi jelentős visszaesést követően kisebb mértékben, de a második negyedévben is folytatódott a gazdasági kibocsátás csökkenése (1-2. ábra). Bár a keresleti oldalról jelentkező inflációs nyomás mérsékelte maradt, az éves fogyasztóiár-index tartósan az év eleji magas szint közelében alakult. Az éves infláció elmúlt hónapokban tapasztalt növekedését döntően a feldolgozatlanélelmiszer-árak emelkedése és az év közepén hatályba lépő újabb jövedékiadó-emelések okozták. Ugyanakkor az év eleje óta



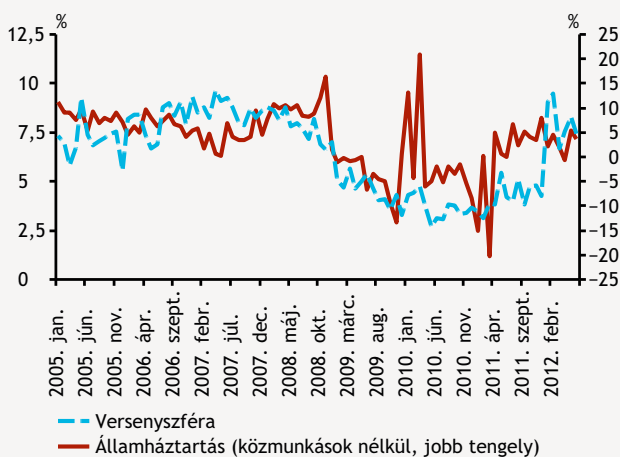
stagnálást mutató alapfolyamatok a gyenge kereslet dezinflációs hatásának mérséklődésére is felhívják a figyelmet.

A GDP folytatódó visszaeséséhez belső és külső faktorok egyaránt hozzájárultak. A válság előtt felhalmozott magán- és kormányzati adósságok leépítése, az általánosan szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet tartósan visszafogják belföldi keresletet. A Mercedes-gyár az év közepén a terveknek megfelelően megkezdte termelését, ám a külső piacainkon tapasztalt lassulás tompította az új kapacitások exporttelénkítő hatását. A rendkívül gyenge mezőgazdasági terméseredmények az ágazatból származó jövedelmek visszaesésén keresztül mélyítheti a lakossági reáljövedelmek ideji csökkenését.

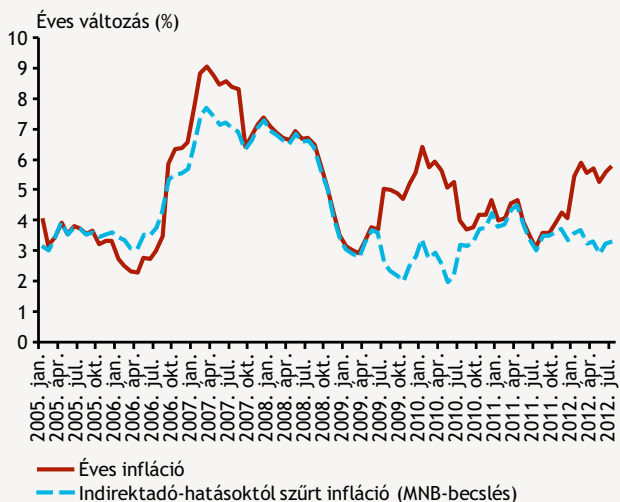
A munkaerő-felmérés statisztikai szerint a nyári hónapokban az aktivitás folytatódó növekedése mellett a foglalkoztatás is emelkedett. A foglalkoztatás bővülése megítélésünk szerint döntően az állami közmunkaprogramokhoz köthető, miközben a versenyszféra munkaerő iránti kereslete változatlanul visszafogottan alakult. Erre utal, hogy a gazdasági ciklusokkal szorosabb együttmozgást mutató intézményi létszám adatok az elmúlt hónapokban enyhe csökkenésről tanúsítottak. Bár a munkanélküliségi ráta az elmúlt hónapokban csökkent, ám továbbra is magas, ami megítélésünk szerint egyre inkább strukturális okokra vezethető vissza. Ezzel összhangban a válság óta a laza munkapiaci feltételek bérleszorító ereje is gyengülhetett. Az év eleji adminisztratív béremelések következtében számottevően gyorsult a versenyszféra bérkiáramlása, ami a termelékenység csökkenésével a fajlagos bérköltség további emelkedéséhez vezetett (1-3. ábra). A bérkompenzációs rendszer tompítja a bérnövekedés költségemelő hatásait, ám ennek kifutásával a költségoldali inflációs nyomás erősödhet, főleg a munkaintenzív ágazatokban.

1-3. ábra  
Bérnövekedés a versenyszférában és a közszférában

(2005. jan.–2012. jún.)



1-4. ábra  
Az infláció alakulása

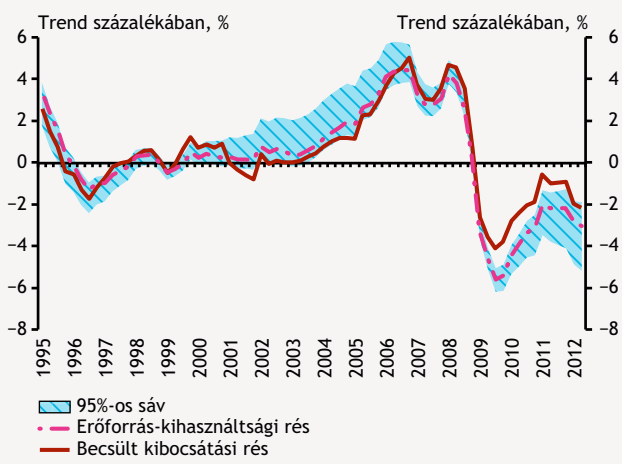


A nyári hónapokban gyorsult a fogyasztói árak növekedése. Az éves infláció 6 százalék közelébe emelkedett (1-4. ábra). A nemzetközi összehasonlításban magas inflációs rátában továbbra is meghatározó a kormányzati indirektadó-emelések hatása, azonban az adóhatásoktól szűrt infláció is a középtávú cél fölött alakult. A keresleti oldalról érkező inflációs nyomás továbbra is alacsony. A tartós iparcikkek árai csökkennek, miközben – az adóhatástól eltekintve – a piaci szolgáltatásokat továbbra is visszafogott áremelkedések jellemzik. Ugyanakkor a tavaly év végi erőteljes árfolyam-leértékelődés számos maginflációs tétel áremelkedésében (nem tartós iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek) is jelentkezett. A gyenge mezőgazdasági terméseredmények a nyers élelmiszerek erőteljes áremelkedését okozták, aminek közvetlen hatásai már az elmúlt hónapok adataiban is jelentkeztek. A nyersanyagárak emelkedése az őszi hónapokban az általános költségoldali inflációs hatások erősödé-

**1-5. ábra**

**Az erőforrás-kihasználtsági rés és bizonytalansági sáv**

(1995. I. n.év-2012. II. n.év)



sével járnak, aminek hatásait az erősebb forint/euró árfolyam tompíthatja.

A romló keresleti környezetben a gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemzik. Ugyanakkor a magas szinten ragadó munkanélküliség és a tartósan alacsony beruházási aktivitás a visszafogott gazdasági teljesítmény strukturális okaira is felhívja a figyelmet. A termelési potenciál vártnál lassabb növekedése mellett a visszafogott kereslet deflációs hatása korábbi becsléseinknél némileg gyengébb, ami a feldolgozott élelmiszerek és nem tartós iparcikkek erősebb áremelkedésében is megjelenhetett. A 2010 óta fokozatosan záruló kibocsátási rés az idei évben mind belső, mind külső okok miatt ismét tágulhat, így az erősebb árfolyam mellett a reálgazdaság deflációs hatása is tompíthatja a megemelkedő nyersanyagköltségek inflációs hatásait (1-5. ábra).

**1-1. keretes írás**

**Az adminisztratív intézkedések hatása a versenyszféra bérindexére**

2012 első félévében jelentősen nőtt a versenyszférában mind a bruttó átlagkeresetek, mind pedig a rendszeres keresetek éves indexe. A bérezési folyamatok megítélését megnehezíti, hogy a bérdinamikát nagymértékben befolyásolják az idei évben érvénybe lépő adminisztratív intézkedések, amelyek a különböző bérszintek mentén eltérően hathattak a vállalatok bérezésére. Keretes írásunkban az adminisztratív intézkedések bérindexre gyakorolt hatását számszerűsítjük. A hatás pontosításával árnyaltabb képet kaphatunk a bérezés alapfolyamatairól.

A foglalkoztatottakat ágazat és fizikai-szellemi munkakör szerinti megbontás szerint vizsgálva úgy találtuk, hogy a havonta átlagosan 200 ezer forint felett keresők bérindexe markánsan eltér az átlagosan havi 200 ezer forint alatt keresők bérindexétől (1-6. ábra).

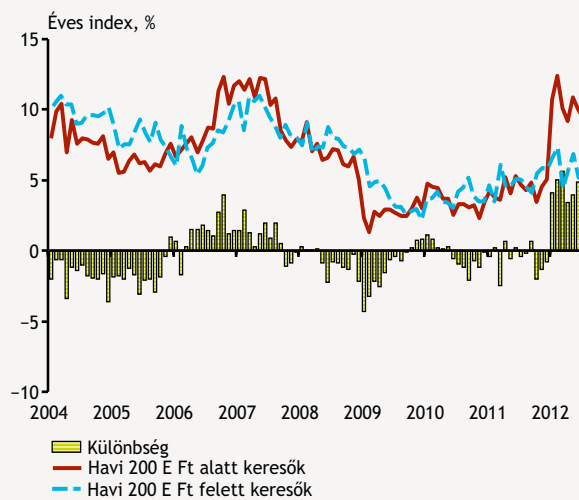
Az adminisztratív intézkedések (kötelező minimálbér és garantált bérminimum-emelés, valamint a bérkompenzáció igénybevételéhez kötelező ajánlott béremelési sávok) a havi 200 ezer forint alatt keresőket érintették elsősorban. Ezért az ebben a csoportban tapasztalt rendkívül magas, 10 százalék körüli bérindexek döntően ennek a hatásnak tulajdoníthatók. Bár az intézkedések már januártól életbe léptek, az 50 főnél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok többsége csak májusban lépte meg a szükséges béremeléseket. Elképzelhető, hogy a jelenség mögött a bérkompenzációra való jelentkezés májusi határideje áll. Ekkor ugyanis visszamenőlegesen is ki lehetett fizetni az elvárt béremelést.

Eközben a magasabb kereseti kategóriában az idei évben 5 százalék körül alakult a bérnövekedés. Azonban ez a növekedés is a bérek gyorsulását jelenti a 2011-es évhez képest. Az átlagbér feletti munkavállalók esetében a termelékenység csökkenésével szemben megfigyelt bér gyorsulás a laza munkaerőpiac kisebb bérleszorító hatására hívhatja fel a figyelmet. Ennek oka, hogy a magas munkanélküliségben egyre erősebb strukturális hatások is megjelennek.

**1-6. ábra**

**A 200 ezer forintos havi átlagkereset alatt és felett keresők béralakulása a versenyszektorban**

(2004. jan.-2012. jún., éves növekedési ütemek, szezonálisan igazított havi adatok alapján)



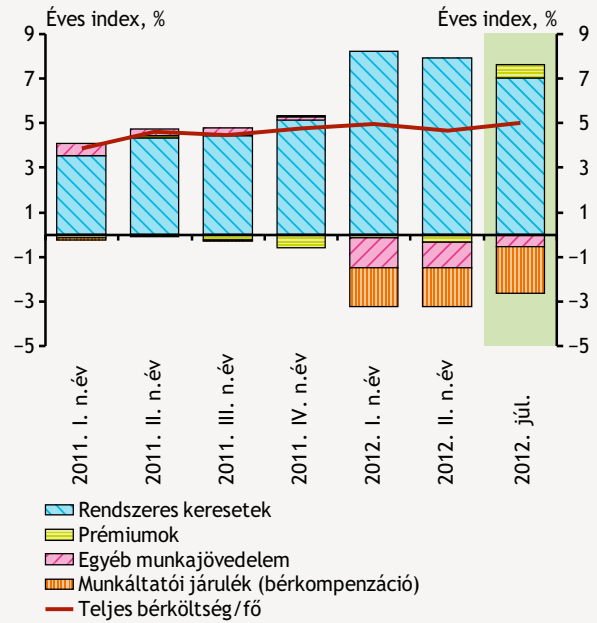
A magas bérköltségek költségnövelő hatását a cégek számos tényezőn keresztül tompíthatják. Ezért a teljes bérköltség alakulásáról csak ezen tényezők vizsgálatát követően kaphatunk árnyaltabb képet.

A teljes bérköltséget felbontva, a rendszeres keresetek, a prémiumok és egyéb munkajövedelmek, valamint a bérkompenzáció hatására megállapítható, hogy a vállalatok a többletbéreköltségeket a bérkompenzáció széles körű igénybevétele mellett leginkább a cafetéria-kifizetések mérséklésével próbálták csökkenteni (1-7. ábra). A prémiumok esetében egyelőre csak gyenge alkalmazkodás történt, ám ennek mértéke csak az év végi prémiumkifizetések időszakában lesz egyértelműen megítélhető.

Az áfabecsléseknél használt idősoros módszertanhoz hasonló technikával becsülve, az adminisztratív béremelések hatása az ideai bérindexben a versenyszféra esetében közel 4 százalékpont lehet. Fontos hangsúlyozni, hogy ebben a számban a közvetlen hatások mellett olyan béremelések is megjelenhetnek, amit a cégek már az adminisztratív intézkedések közvetett hatásaiaként érvényesítettek (pl. az átlagbér környékén a bértorlódások tompítása). A közvetlenül csak az adminisztratív intézkedések miatt végrehajtott béremelések hatása közelebb lehet az igénybe vett bérkompenzáció és a teljes bértömeg hányadosaként kapott 2,5 százalékos körüli értékhez.

Megítélésünk szerint a vállalatok bérezésének alapfolyamatait – adminisztratív intézkedésektől szűrve – Össességében kb. 5 százalékos körüli éves dinamika jellemezheti. Ez a dinamika némileg magasabb az előző évek értékénél és a termelékenység romlásával az ideai évben a fajlagos bérköltségek emelkedését okozta.

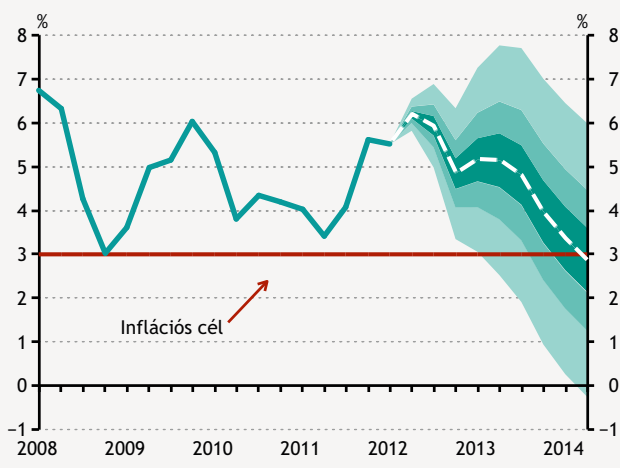
**1-7. ábra**  
**A teljes bérköltség változásának felbontása**  
 (2011. I. n.év–2012. júl., szezonálisan igazított adatok alapján)



## 1.2. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció az előrejelzési horizont túlnyomó részében számottevően a 3 százalékos inflációs cél fölött alakulhat. A gyenge belső kereslet a teljes előrejelzési horizonton visszafogja az inflációt, a kibontakozóban lévő nyersanyagársokk azonban erős költségoldali inflációs nyomást okoznak. Az élelmiszerársokk rövid távon a maginfláción kívüli tételek inflációját emeli, majd az idei év végétől fokozatosan gyűrűzik be a maginflációba is. A költségoldali hatások mellett újabb kormányzati intézkedések – a jövedéki adók emelésén és az ártámogatások racionalizálásán keresztül – is emelik a 2013-as fogyasztóiár-indexet. A gyenge keresleti környezetben alappályánkban nem számítunk arra, hogy a költségsokk tartós tovagyrűző hatásokat okoznak, így a sokk fokozatos lecsengésével az infláció 2014 második felében tér vissza a célra.

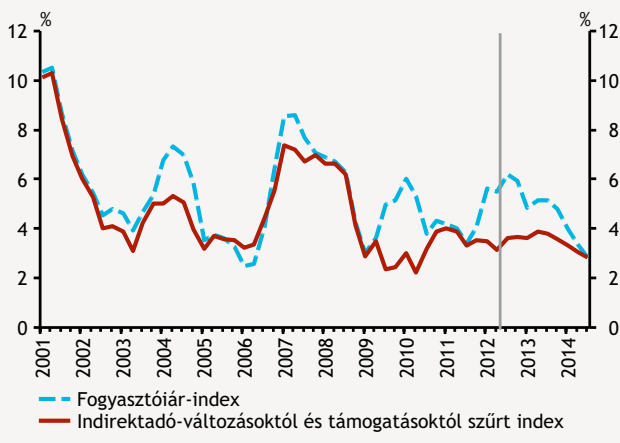
**1-8. ábra**  
Az inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra  
(2008. I. n.év–2014. III. n.év)



Inflációs alap-előrejelzésünket a nyersanyagárak jelentős emelkedése, az erősödő munkapiaci költségnövekedés, az újabb kormányzati intézkedések és a tartósan gyenge kereslet hatásai alakítják (1-8. ábra).

Az elmúlt hónapokban a világgazdaság lassulása és a konjunktúrakilátások romlása ellenére a világszerte emelkedését figyelhettük meg. Az olajár tavaszi csökkenése átmenetinek bizonyult. A kedvezőtlen időjárás miatt az élelmiszerárak is jelentősen növekedtek. A nyersanyagárak emelkedése eltérő ütemben jelenik meg a fogyasztói árakban. Az energiaárak emelkedése a hazai üzemanyagárak azonnali növekedését okozza, az élelmiszerársokk pedig a feldolgozatlan élelmiszerek inflációját növeli. Rövid távon elsősorban a maginfláción kívüli tételek emelkedésére számíthatunk. A költségek emelkedése az őszi hónapoktól a maginfláció emelkedésében is megjelenik. A magasabb energiaárak általánosan beépülnek a termelési költségekbe, míg a nyersélelmiszer-árak emelkedése főleg a feldolgozott élelmiszerek áraiba gyűrűzik be.

**1-9. ábra**  
A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk  
(2001. I. n.év–2014. III. n.év)

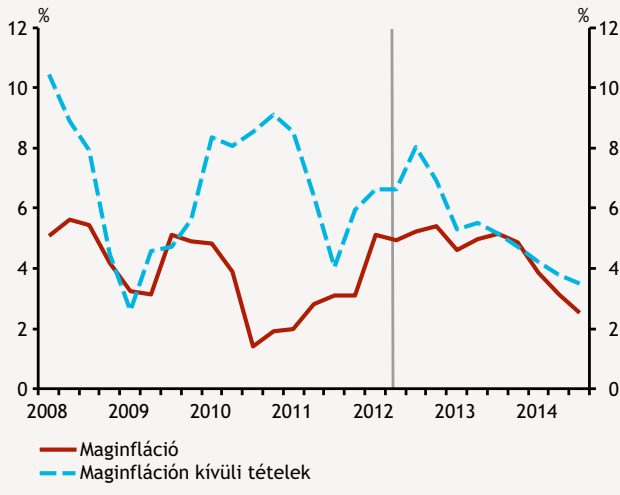


Az alapanyagárak emelkedése mellett munkapiaci oldalról a fajlagos költségek emelkedése is inflációt növelő tényezőként jelentkezhet. Bár a nominális bérdinamika a minimálbér-emelés hatásának kifutását követően 2013-tól ismét visszafogottabban alakulhat, a tartósan magasabb bérszint a bérköltségek emelkedését okozza. Ennek hatásait a kormányzati kompenzációs intézkedések rövid távon számottevően tompítják, ám a tartósan gyenge keresleti környezetben a vállalkozások gyorsuló fajlagos bérköltségekkel szembeüthetnek. A munkaköltségek emelkedése különösen a munkaintenzív ágazatok esetében erősítheti a költségoldali inflációs hatásokat.

2013-ban újabb kormányzati intézkedések (gyógyszerár-támogatás csökkentése, telefonadó, egységes biztosítási

**1-10. ábra**  
Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek áralakulására

(2008. I. n.év–2014. III. n.év)



adó, pénzügyi tranzakciós adó, elektronikus útdíj bevezetése) is az infláció emelkedése irányába hatnak. Az intézkedések egy része már rövid távon a fogyasztói árak emelkedését okozza. Másik részük a vállalatok termelési költségeinek emelkedésén keresztül csak fokozatosan jelenik meg a fogyasztói árakban (1-9. ábra).

Az adószűrt maginfláció 2013-ban 3 százalék körül alakulhat. A gyenge kereslet árleszorító hatása a teljes előrejelzési horizonton érvényesül, így a költségsokkok és a fiskális intézkedések hatásának kifutásával számottevő másodkörös hatásokra nem számítunk. A maginfláció ismét csökkenő pályára állhat (1-10. ábra). Mindezen tényezők eredőjeként az infláció idén és 2013-ban is jelentősen 3 százalék fölött alakulhat és csak 2014-ben, az előrejelzési horizont végén kerülhet összhangba az inflációs céllal.

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

		2011	2012	2013
<b>Magainfláció</b>		2,7	5,2	4,9
<b>Magainfláción kívüli tételek</b>	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	6,1	4,9
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	12,3	2,8
	Szabályozott árú termékek	4,0	5,1	6,4
	Összesen	6,4	7,1	5,2
<b>Fogyasztóiár-index</b>		<b>3,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>

**1-2. keretes írás**

**Technikai előrejelzési feltevéseink a hiánycél elérhetőségét biztosító intézkedéscsomagról**

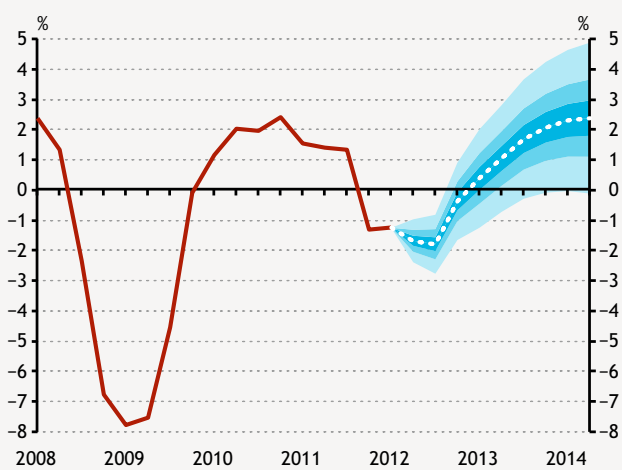
2012-ben a várakozásaink szerint döntő részben megvalósulhat a kormány által tervezett költségvetési kiigazítás, a hiány 3 százalék alatt alakulhat. Az elmúlt negyedévben bejelentett intézkedések ugyanakkor jelentős mértékű lazítást eredményeznek a 2013-as költségvetésben. A júniusi inflációs jelentésben bemutatott előrejelzésünkhöz képest a GDP több mint 1 százalékát kitevő költségvetési kiengedés történt, ami jelentős részben a Munkahelyvédelmi akcióterv és a tranzakciós adó új formájának költségvetésihiány-hatásához köthető. A jelenleg ismert költségvetési intézkedések alapján 2013-ban a 3 százalékos hiány jelentős túllépése valószínűsíthető, ami megítélésünk szerint ellentétben áll a kormány hiánycélok iránti elköteleződésével. Ezért előrejelzésünkben abból a technikai feltevésből indulunk ki, hogy a kormány az elmúlt időszak intézkedéseinek hiánynövelő hatását a jövőben semlegesíti. Így technikai feltevésünk mentén egy olyan hipotetikus kiigazítással számolunk, amely fele-fele részben kiadási, illetve bevételi oldali intézkedésekre támaszkodik. Ezen pálya mentén 1,4 százalékos GDP-arányos költségvetési kiigazítással a jövő évi hiány a korábbi előrejelzésünknek megfelelő, 2,4 százalékos GDP-arányos szintre mérsékelhető.

## 1.3. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint a hazai gazdaság kibocsátása az idei évben csökken, és 2013-ban is csak lassan növekedhet. A növekedés forrása továbbra is az export, a romló nemzetközi konjunkturális kilátások miatt azonban ezen a téren is a korábbinál alacsonyabb bővülésre számítunk. A belső kereslet tartósan visszafogott maradhat. A hazai szereplők elhúzódnó mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás idén és jövőre is tovább csökkenhet. A magas szinten ragadó munkanélküliség és a tartósan alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott maradhat.

**1-11. ábra**  
GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

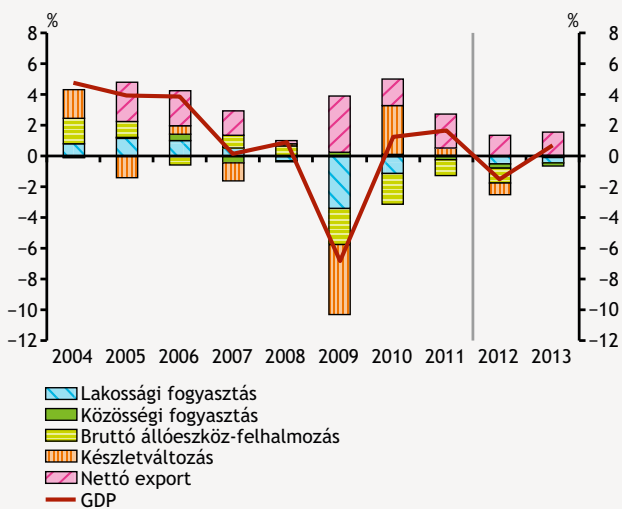
(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján, 2008. I. n.év–2014. III. n.év)



2012 első felében recesszióba került a magyar gazdaság, melyből előrejelzési horizontunkon fokozatosan lábálhat ki. A gazdaság 2012. évi visszaesésében külföldi és belföldi tényezők egyaránt szerepet játszottak. A nemzetközi konjunktúra az eurozóna elhúzódnó adósságválsága és az európai bankrendszer problémái miatt jelentősen gyengült. A belső kereslet a háztartások kedvezőtlen jövedelmi helyzete, a bizonytalan gazdasági környezet, a szigorú hitelkondíciók és a költségvetési egyensúly javítását célzó kormányzati intézkedések következtében továbbra is visszafogottan alakul. Mindezen tényezők hatására az idei évben érdemben csökkenhet a GDP és jövőre is csak visszafogott növekedésre számítunk (1-11. ábra).

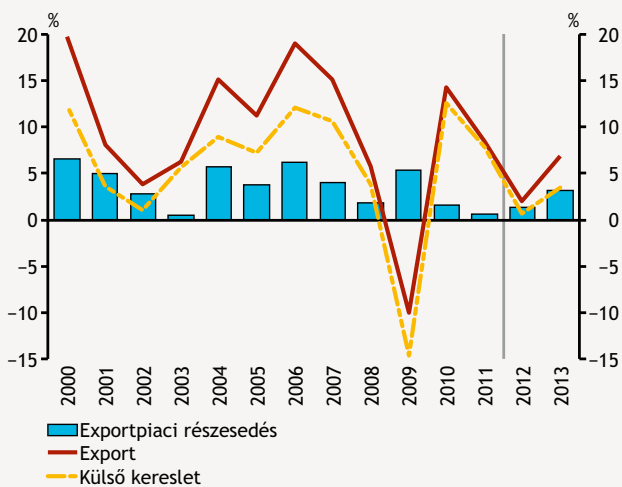
A nemzetközi környezetet a javuló pénzügyi hangulat és a romló makrogazdasági kilátások kettőssége határozta meg. Míg a globális kockázatvállalási hajlandóság emelkedett, külkereskedelmi partnereink konjunkturális kilátásai romlottak az elmúlt hónapokban. Arra számítunk, hogy sikerül mérsékelni az eurozóna feszültségeit, valamint a költségvetési egyensúlyt helyreállító kormányzati intézkedések kereslet-visszafogó hatása fokozatosan csökken. Mindezeknek köszönhetően az idei év végétől újra bővíthet az eurozóna, a növekedés mértéke azonban érdemben elmarad a válság előtt tapasztalttól. A nemzetközi konjunktúra alakulásával összhangban a magyar export is csak 2013-tól élénkülhet érdemben (1-12. ábra). Az előrejelzésben arra számítunk, hogy az új autóiipari kapacitások kiépülésének köszönhetően, valamelyest növekszik a magyar export piaci részesedése (1-13. ábra).

**1-12. ábra**  
A GDP-növekedés alakulása

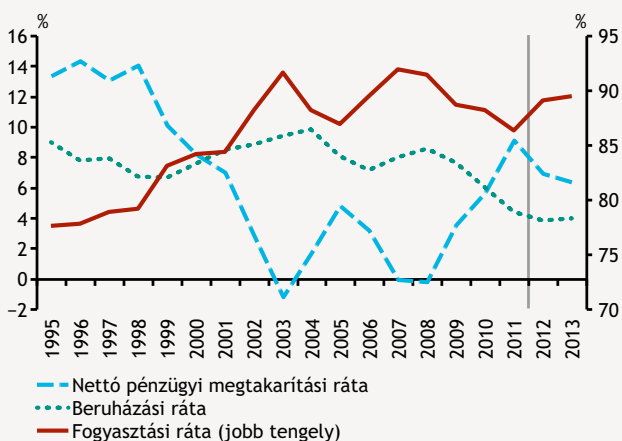


Bár némileg enyhültek a bankrendszer hitelezési képességét meghatározó tényezők (elsősorban likviditási oldalon), a banki portfólióminőség és a konjunkturális kilátások romlása a kockázatvállalási hajlandóság csökkenését, így a kínálati korlátok erősödését eredményezi. A vállalati szegmensben előre tekintve is a hitelezési feltételek szigorítása vár-

**1-13. ábra**  
Az exportpiaci részesedés alakulása

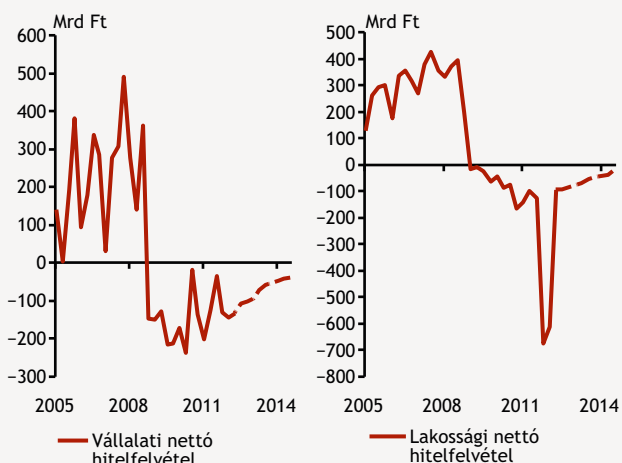


**1-14. ábra**  
Lakossági jövedelmek felhasználása\*



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

**1-15. ábra**  
Előrejelzésünk a lakossági és a vállalati hitelezés alakulására



ható, melyet 2013-tól némileg erősíthet a tranzakciós illeték áthárítása is. A gyenge konjunktúra miatt a hitelkereslet is visszafogottan alakul, így összességében romlott az előrejelzési képünk a vállalati hitelezési folyamatokat illetően. A háztartási szegmensben is érvényesülő negatív hatásokat (folytatódó mérlegalkalmazkodás, romló jövedelmi pozíció) ellensúlyozhatja, hogy a végtörlesztésekkel kialakult rendkívül szigorú hitelkondíciók lassú enyhülése kezdődött el, melyet az állami kamattámogatási program keresletösztönző hatása is támogathat (bővebben lásd 1-3. keretes írás). A magánszektor hitelezési folyamatai összességében romlottak az előző jelentés óta, érdemi növekedésre sem a lakossági, sem pedig a vállalati szegmensben nem számíthatunk az előrejelzési horizontunkon (1-15. ábra).

A magas szinten maradó infláció és az alacsony munkakereslettel párhuzamosan a lakosság reáljövedelme tovább csökkenhet. A csökkenő reáljövedelmek és a szigorú hitelkondíciók miatt a következő negyedévekben folytatódhat a fogyasztás visszaesése. A bizonytalan gazdasági kilátások mellett az óvatossági megfontolások továbbra is erősek lehetnek, így a válságot megelőző évekhez képest a nettó megtakarítási ráta tartósan magas szinten maradhat (1-14. ábra).

A nemzetgazdasági beruházásokat előre tekintve csak az EU-forrásokból finanszírozott állami beruházások élénkíthet, míg a magánberuházások tovább csökkenhetnek. A vállalati beruházásokat a romló konjunktúrakilátások, a szigorú hitelfeltételek és a vállalati szektor növekvő adóterhelése korlátozza. A historikusan alacsony vállalati beruházási ráta a gazdaság növekedési potenciálját is kedvezőtlenül érinti. A lakosság ingatlanberuházásait a reáljövedelmek csökkenése mellett a gyenge hitelaktivitás is korlátozza.

## 1-3. keretes írás

## Az új állami kamattámogatási rendszer hatása hitelezési előrejelzésünkre

A kormány a lakáshoz jutás, illetve a problémás hitelek kiváltásának megkönnyítése érdekében 2011 végén otthoneremtési kamattámogatást vezetett be. A kamattámogatást bármely magánszemély igénybe veheti: új lakás építése és vásárlása, valamint használt lakás vásárlása esetén 2014 végéig, míg késedelmes hitel mögötti ingatlan megvételéhez, vagy hátralékos adós kisebb lakásba költözéséhez, illetve késedelmes devizahitel kiváltásához 2012 végéig. A kamattámogatás 5 évre szól, és mértéke évente fokozatosan csökken. A kamattámogatás mértéke felhasználási cél, valamint egyéb feltételek mellett is differenciáltan változik (1-2. táblázat).

A program 2011-es bevezetések az érintett konstrukciókban felszámítható ügyleti kamat maximálásra került. Mértéke a referencia-állampapírhozam 3 százalékponttal növelt értéke, amely a 2012 első félévi referenciahozamok mellett 10-11 százalékot jelentett. A maximált kínálati ár azonban alacsonynak bizonyult a kockázatokhoz képest: a felszámítható legmagasabb ügyleti kamat 2-3 százalékponttal maradt el a 2012 első felében hirdetett piaci lakáshitel-konstrukciók kamatától, így állami támogatással igénybe vehető termék nem jelent meg a banki hitelkínálatban. A probléma áthidalására 2012. júliusban a jogszabály módosításával kedvezőbbé váltak a feltételek: a maximálisan felszámítható ügyleti kamat mértéke a referenciahozam 130 százaléka 3 százalékponttal növelt értékére módosult. Így a támogatott konstrukciókra vonatkozó felső limit a piaci kondíciók mellett folyósított hitelkamatok szintjére, kb. 12 százalékra emelkedett, míg ebből az ügyfél által fizetendő, kamattámogatással csökkentett kamat átlagosan 9 százalék a támogatás ideje alatt (de a kamattámogatás mértékével évente változik).

Az ügyfelek által a támogatás ideje alatt fizetendő effektív forintkamat így nagyjából a 2010-es szintekhez közelít, és várhatóan a bruttó hitelfolyósítások növekedését eredményezi ezzel. Kamattámogatási program így hozzájárulhat a végtörlesztések időszakát követően rendkívüli módon lelassult lakáshitelezési piac élénküléséhez, de rövid távon csak korlátozott mértékben. Ennek oka egyrészt, hogy bár a konstrukció a kereslet ösztönzését eredményezi, ez a háztartási hitelezési folyamatokat alapvetően meghatározó gyenge jövedelmi pozíciót nem lesz képes ellensúlyozni. Másrészt az új kibocsátások egy része vélhetően meglévő hiteleket fog kiváltani, így a hitelezés valódi bővülését csak részlegesen biztosítják az új folyósítások. Mindezt figyelembe véve a konstrukció gazdasági növekedésre gyakorolt hatása is marginális maradhat.

## 1-2. táblázat

## Az otthoneremtési kamattámogatás legfontosabb feltételei

Felhasználási cél	Bekerülési érték max. (M Ft)	Hitel maximuma (M Ft)	Egyéb feltétel	Kamattámogatás mértéke* (%)				
				1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Új lakás vásárlása	30	10	Három és több gyereknel a támogatás 10 százalékponttal magasabb	60	55	50	45	40
Használt lakás vásárlása, korszerűsítés	15	6	Az eladó vállalja, hogy 1 éven belül vásárol magának lakást	50	45	40	35	30
Késedelmes lakóingatlan vásárlása – Budapest	15	10	–	50	50	45	40	35
Késedelmes lakóingatlan vásárlása – egyéb	10	7	–					
Kiseb lakásba költözés	kevesebb, mint az eredeti	kevesebb, mint a fennálló	–	50	45	40	35	30
Késedelmes deviza-jelzáloghitel kiváltása – Budapest	20	–	Legalább egy eltartott gyermek; fel nem mondott szerződés	50	45	40	35	30
Késedelmes deviza-jelzáloghitel kiváltása egyéb	15	–						

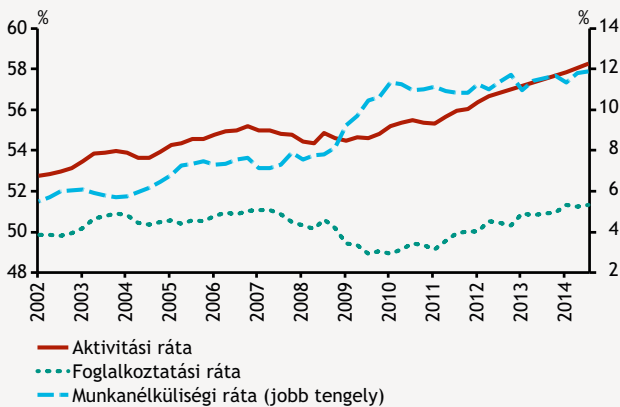
\* A referencia állampapírhozam arányában.  
Forrás: 341/2011. Korm. rend.



## 1.4. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

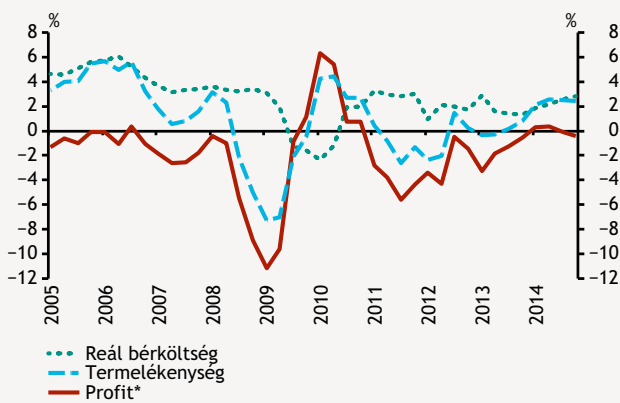
A munkaerőpiacon az elmúlt években meghozott kormányzati intézkedésekkel összhangban az aktivitás folytatódó növekedésére számítunk. A gyenge konjunktúrakilátások és a vállalatok kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzete miatt azonban a vállalati szféra munkakereslete továbbra is gyenge maradhat. A versenyszféra foglalkoztatása az ideji enyhe csökkenést követően 2013-ban is csak mérsékelt ütemben növekedhet. Az aktivitásnövekedés nagyobb részben a közfoglalkoztatás emelkedésében csapódhat le. Bár a munkanélküliség emelkedése részben strukturális okokra vezethető vissza, a munkapiaci környezet továbbra is laza marad, így a nominális bérdinamika a minimálbér-emelés hatásának kifutása után visszafogottabban alakul. Ugyanakkor a megemelkedett bérszint a gyenge keresleti környezetben a termelékenység romlásával a fajlagos bérköltségek gyors növekedését okozza.

**1-16. ábra**  
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban  
(2002. I. n.év-2014. III. n.év)



A már meghozott, az aktivitás bővítését célzó kormányzati intézkedések előrejelzési horizontunkon a munkakínálat további növekedését okozzák. A gyenge konjunktúra és a vállalatok kifeszített profithelyzete miatt azonban a vállalatok munkakereslete tartósan alacsony maradhat (1-16. ábra). A minimálbér emelésének a foglalkoztatásra gyakorolt kedvezőtlen hatását rövid távon a kormányzat által nyújtott kompenzáció korigálja. A jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program számottevően mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásainak költségeit tompítva a gyenge konjunktúra foglalkoztatási hatásait. Összességében arra számítunk, hogy az ideji enyhe csökkenést követően 2013-ban kismértékben bővíthet a versenyszféra foglalkoztatása.

**1-17. ábra**  
A bruttó reálbér és termelékenység változása  
(2005. I. n.év-2014. III. n.év)



\* A profitot a termelési adók figyelembevételével számítottuk.

Az adminisztratív béremelések miatt az ideji évben jelentős mértékben gyorsult a nominálbérek növekedése. A munkanélküliség válság során tapasztalt emelkedése tartós strukturális problémákat is tükröz, de a munkapiaci környezet az előrejelzési horizonton ezt figyelembe véve is laza maradhat, fegyelmezve a bérezési döntéseket. Emellett a vállalatok jövedelmezőségi helyzete a gyenge növekedési kilátások miatt tartósan gyenge lehet, ezért a nominális bérdinamika a minimálbér-emelés hatásának kifutását követően is visszafogottabban alakulhat (1-17. ábra).

1-3. táblázat					
Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest					
	2011	2012		2013	
	Tény	Előrejelzés			
		Június	Aktuális	Június	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció <sup>1</sup>	2,7	4,9	5,2	3,0	4,9
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,4	2,7	2,4	3,1
Fogyasztóiár-index	3,9	5,3	5,8	3,5	5,0
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Külső kereslet (GDP-alapon) <sup>2</sup>	2,7	0,4	0,7	1,5	1,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,0	-1,0	-1,0	-0,5	-0,8
Kormányzat végső fogyasztása	-0,5	-3,4	-2,9	-2,9	-2,2
Állóeszköz-felhalmozás	-5,5	-4,1	-5,9	0,0	0,0
Belföldi felhasználás	-0,6	-2,4	-3,1	-0,7	-1,0
Export	8,4	4,4	2,1	8,4	6,9
Import	6,3	3,1	0,6	7,5	5,8
GDP	1,6	-0,8	-1,4	0,8	0,7
<b>Külső egyensúly</b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,4	2,8	2,1	4,0	3,6
Külső finanszírozási képesség	3,5	5,4	4,7	7,3	6,7
<b>Államháztartás<sup>3</sup></b>					
ESA-egyenleg	4,2	-3,6 (-2,7)	-3,7 (-2,8)	-2,8 (-2,4)	-2,7 (-2,4)*
<b>Munkapiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4, 7</sup>	5,0	3,8	4,4	3,6	4,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>5</sup>	0,8	0,9	1,2	0,2	0,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>6</sup>	5,4	6,3	7,3	4,1	4,8
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	2,3	-0,3	-0,2	0,0	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5, 7</sup>	6,7	5,8	5,2	5,3	4,8
Lakossági reáljövedelem <sup>8</sup>	2,2	-3,2	-4,0	-0,9	-1,3

<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 GDP arányában. A zárőjeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.  
<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.  
<sup>5</sup> Június: a KSH munkaerő-felmérése; szeptember: a KSH munkaerő-felmérése korrigálva a közfoglalkoztatottakkal.  
<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.  
<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számított adatot mutatja.  
<sup>8</sup> MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonszármazások hatásával.  
\* Alap-előrejelzésünkben technikai feltevésként egy, a 2012. júliusi kormányzati intézkedések hiánynövelő hatását ellensúlyozó, a GDP 1,4%-át kitevő hipotetikus kiigazítást építettünk be.

1-4. táblázat			
Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal			
	2012	2013	2014
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2012. szeptember)	5,8	5,0	-
Consensus Economics (2012. augusztus) <sup>1</sup>	5,3 – 5,6 – 6,1	2,5 – 3,9 – 6,2	3,2
Európai Bizottság (2012. május)	5,5	3,9	-
IMF (2012. április)	5,2	3,5	3,0
OECD (2012. május)	5,7	3,6	-
Reuters-felmérés (2012. 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. szeptember)	-1,4	0,7	-
Consensus Economics (2012. augusztus) <sup>1</sup>	(-1,8) – (-1,1) – (-0,5)	(-0,5) – (0,7) – (1,3)	2,2
Európai Bizottság (2012. május)	-0,3	1,0	-
IMF (2012. április)	0,0	1,8	2,0
OECD (2012. május)	-1,5	1,1	-
Reuters-felmérés (2012. szeptember) <sup>1</sup>	(-1,8) – (-1,0) – (-0,0)	(-0,5) – (0,7) – (1,3)	-
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)</b>			
MNB (2012. szeptember)	2,1	3,5	-
Európai Bizottság (2012. május)	2,2	3,7	-
IMF (2012. április)	3,3	1,8	-1,1
OECD (2012. május)	2,7	3,8	-
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)</b>			
MNB (2012. szeptember) <sup>4</sup>	-3,7 (-2,8)	-2,7 (-2,4)*	-
Consensus Economics (2012. augusztus) <sup>1</sup>	(-2,5) – (-2,9) – (-3,6)	(-2,2) – (-2,8) – (-3,5)	-
Európai Bizottság (2012. május)	-2,5	-2,9	-
IMF (2012. április)	-3,0	-3,4	-3,2
OECD (2012. május)	-3,0	-2,9	-
Reuters-felmérés (2012. 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. szeptember)	0,7	3,5	-
Európai Bizottság (2012. május) <sup>2</sup>	2,1	4,8	-
IMF (2012. április) <sup>2</sup>	2,2	4,1	-
OECD (2012. május) <sup>2</sup>	2,5	5,0	-
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2012. szeptember)	0,7	1,3	-
Consensus Economics (2012. augusztus) <sup>3</sup>	0,7	1,5	-
Európai Bizottság (2012. május) <sup>2</sup>	0,8	1,9	-
IMF (2012. április) <sup>2</sup>	0,9	1,9	-
OECD (2012. május) <sup>2</sup>	1,1	1,9	-
<b>Euroövezet GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
Consensus Economics (2012. szeptember) <sup>3</sup>	-0,5	0,2	-
Európai Bizottság (2012. május)	-0,3	1,0	-
IMF (2012. április)	-0,3	0,9	-
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 érzékelte érdekében.

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

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

<sup>4</sup> A GDP arányában. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.

\* Alap-előrejelzésünkben technikai fetevésként egy, a 2012. júliusi kormányzati intézkedések hiánynövelő hatását ellensúlyozó, a GDP 1,4%-át kitevő hipotetikus kiigazítást építettünk be.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács két forgatókönyvet választott ki, melyek véleménye szerint megragadják az alappálya körüli kockázatokat. E kockázatok az inflációs folyamatokkal és a ciklikus pozícióval kapcsolatos bizonytalanságot jelenítik meg. A folyamatosan érkező költségsokkok és a tartósan cél fölötti infláció felveti annak lehetőségét, hogy a várakozások miatt erősebb e sokkok begyűrűzése az árakba és bérekbe, ami magasabb nominális pályához vezet. Ennek eshetőségét vizsgálja az első forgatókönyv. A másik forgatókönyv az alappályához képest magasabb potenciális kibocsátás hatását elemzi. A magasabb nominális pálya szigorúbb monetáris politikát és a célt lassabban elérő inflációt eredményez. A jobb potenciális növekedés ezzel szemben lazább monetáris politikát enged meg, és magasabb növekedési pálya tartozik hozzá.

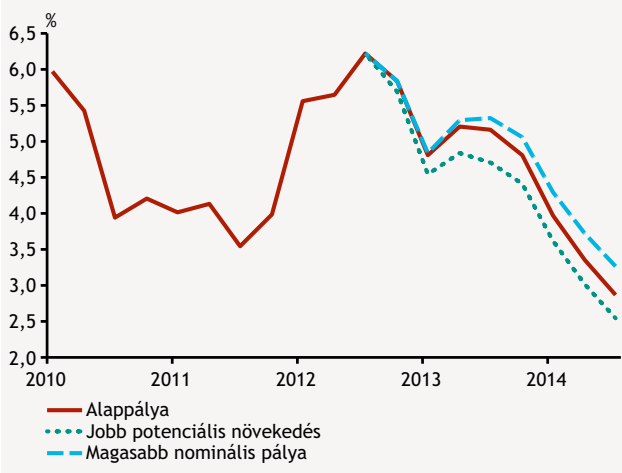
Magyarországon már hosszú ideje, tartósan és jelentősen cél fölött tartózkodik az inflációs mutató, és rövid előrejelzéseinkben is 5 százalék fölötti értékeket várunk. A magas infláció mögött részben a gyakori és jelentős költségsokkok állnak: az elmúlt években egymást követték Magyarországon az élelmiszer- és olajár-emelkedések, az inflációs hatású adó-intézkedések. A tartósan fennálló célvétel azonban felveti annak lehetőségét, hogy a folyamatosan érkező költségsokkok beépültek az inflációs várakozásokba, és erősebb másodkörös hatásokat okoznak. A másodkörös hatások tartósan megemelhetik a munkaerő-piacon kialakuló bérdinamikát, növelve a fajlagos bérköltségek emelkedéséből adódó inflációs kockázatokat. Nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a céltól való tartós eltérés megemeli az inflációs várakozásokat<sup>2</sup>, melyek csak akkor kezdenek csökkenni, ha az infláció ismét cél közelébe kerül. A kibontakozóban lévő újabb élelmiszer- és nyersanyagársokk, illetve a jövő évi adóintézkedések ismét emelik az inflációt – vagyis potenciálisan továbbra is fennmaradhat a költségsokkok okozta várakozási probléma.

Amennyiben a költségsokkok erősebben gyűrűznek be az árakba és bérekbe, az infláció és a nominális bérek is magasabbak lehetnek, mint az alappályán várjuk. A magasabb nominális pálya a monetáris kondíciók szigorítását teszi szükségessé. A növekedés valamivel alacsonyabb, mint az alappályán, az infláció pedig lassabban éri el a célt.

Az inflációs folyamatokat az elmúlt időszakban jellemzően kétirányú folyamatok alakították. A költségsokkok növelték az inflációt, amit a laza munkapiac és a belső kereslet inflációt visszafogó hatása ellensúlyozott. A belső kereslet

2-1. ábra  
Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2014. III. n.év)

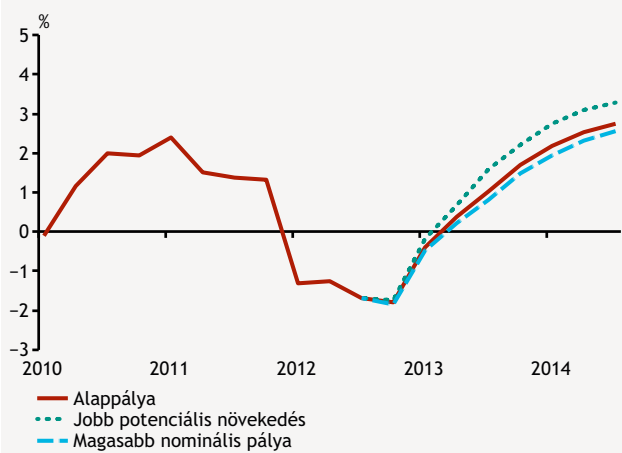


<sup>2</sup> Lásd az angol jegybank 2011 második negyedéves Quarterly Bulletin c. kiadványának erre vonatkozó elemzését.

2-2. ábra

Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2014. III. n.év)



dezinflációs hatása a ciklikus pozíciótól függ. A kibocsátási rés, illetve a potenciális kibocsátás becslését azonban nagy bizonytalanság övezi. A mérési problémák a válság óta csak nőttek. Általában egyetértés van abban, hogy a válság jelentős mértékben rombolta a kibocsátási potenciált. Ennek nagyságát és a potenciális kibocsátás válság utáni pályáját illetően azonban továbbra is nagy a bizonytalanság. Bár több módszerrel elvégzett becsléseink és a nemzetközi összehasonlítás alapján sem tűnik szélsőségesnek az alappályán feltett potenciális növekedési pálya, nem zárhatjuk ki, hogy túlbecsüljük a válság romboló hatását, annak rövid és hosszabb távú hatását. A jobb potenciális növekedés mellett erősebb a kereslet árleszorító hatása és lazább a munkapiac. A lazább munkapiac és nagyobb kibocsátási rés összességében alacsonyabb inflációt eredményez. A kedvezőbb inflációs pálya alacsonyabb kamatokkal konzisztens, vagyis ez a forgatókönyv az alappályánál lazább monetáris politikát enged meg. A növekedési pálya elsősorban a potenciális növekedésre vonatkozó feltevés miatt kedvezőbb, mint amit az alappályán látunk (2-1. és 2-2. ábra).

# 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

## 3.1. Nemzetközi környezet

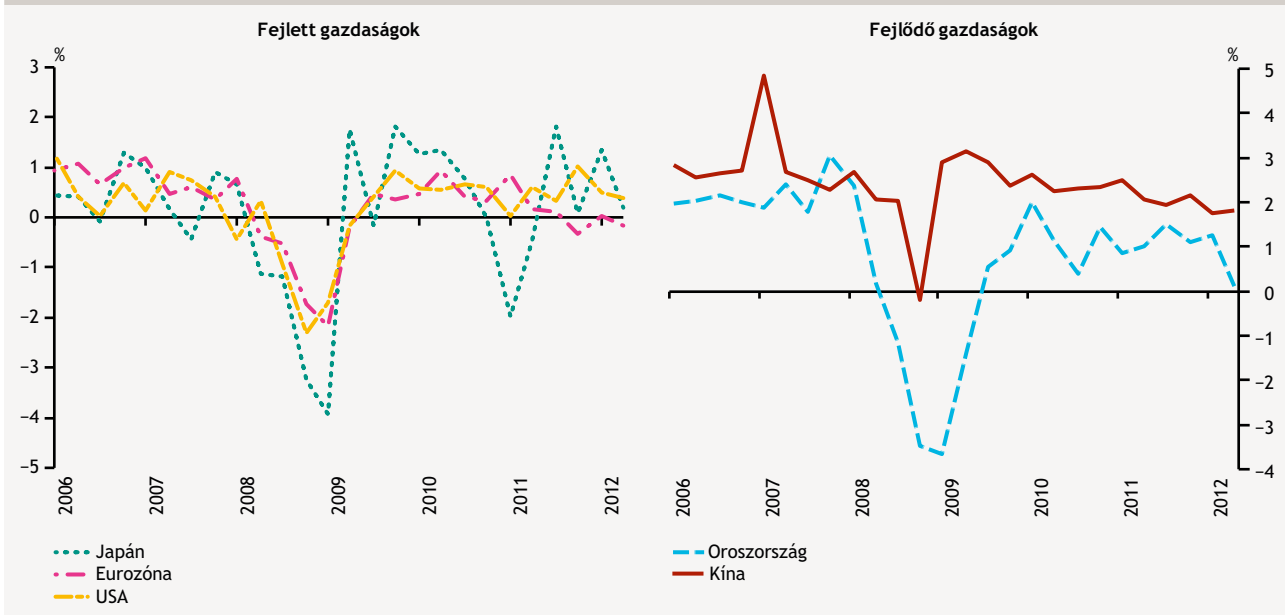
A világgazdaság növekedése a második negyedévben kismértékben lassult. A fejlett és a fejlődő országokban a gazdasági aktivitás egyaránt mérséklődött, az eurozóna kibocsátása csökkent. A második negyedévben az inflációs kockázatok mérséklődtek, ami az ismételten romló konjunkturális környezetben több jegybank esetében a monetáris kondíciók lazítására adott lehetőséget. Júliustól azonban mind az élelmiszerárak, mind az olaj világpiacon erőteljesen növekedett, ami szűkítheti az inflációs célkövető jegybankok mozgásterét.

Továbbra is az európai adósságválság fejleményei, valamint az erre adott gazdaságpolitikai reakciókkal kapcsolatos várakozások befolyásolják legjobban a nemzetközi pénzügyi hangulatot. Az utóbbi hónapok pénzügyi optimizmusa elsősorban a válságkezeléssel kapcsolatos befektetői várakozásokhoz köthető, a válságkezeléssel összefüggő intézkedésekkel kapcsolatos kockázatok kismértékben csökkentek.

### 3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

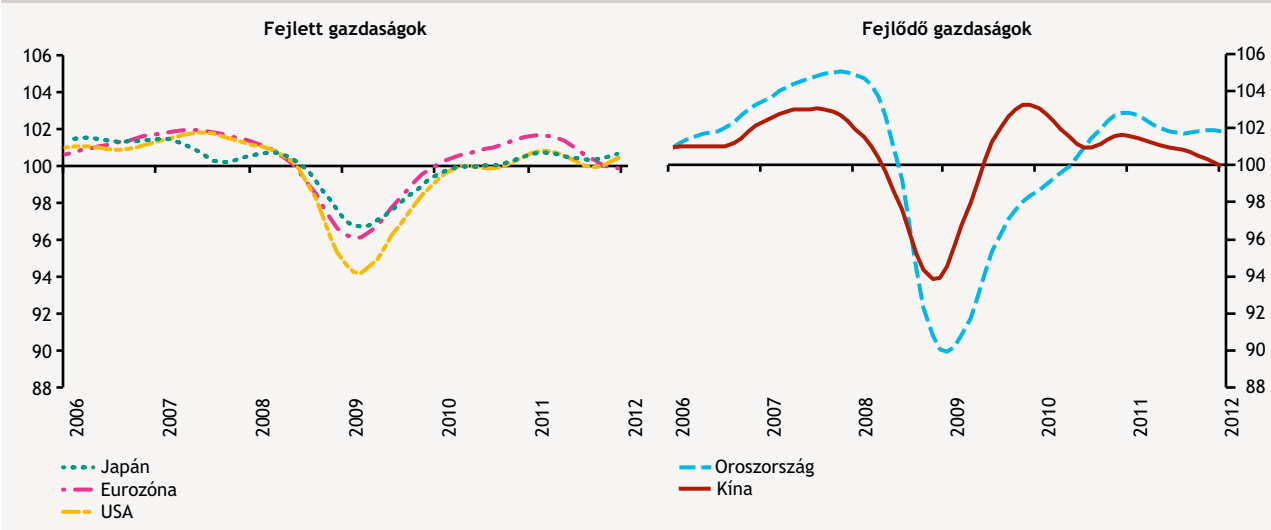
A fejlett és a fejlődő gazdaságok növekedése a második negyedévben kismértékben lassult, az eurozóna kibocsátása csökkent (3-1. ábra). A második negyedévben az USA-ban és Japánban enyhén mérséklődött a növekedés, míg az euroövezet gazdasága 0,2 százalékkal visszaesett. A globá-

3-1. ábra  
GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban  
(szezonálisan igazított adatok negyedéves változása, 2006. I. n.év–2012. II. n.év)



**3-2. ábra**  
Konjunktúraindikátorok a jelentősebb gazdaságokban

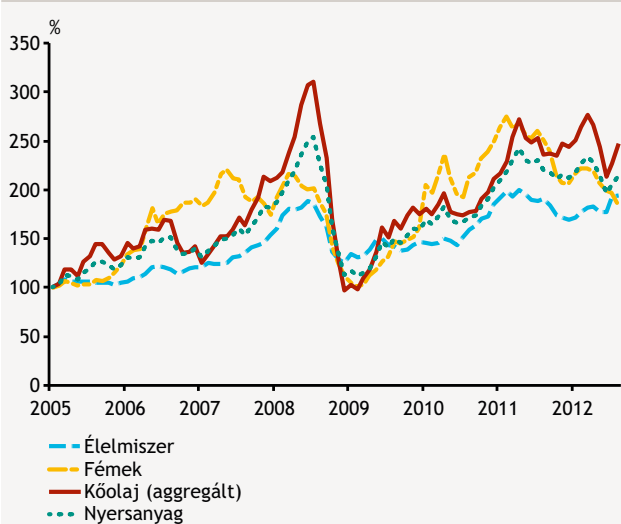
(2006. január–2012. július)



lis kilátásokat nagymértékben befolyásolta, hogy az eurozónában tapasztalható fiskális politikát és bankszektort övező bizonytalanság az év közepén újra erősödött, de az egymást követő bejelentések hatására augusztusra számottevően enyhült. A növekedési kilátások romlása a munkaerő-piaci folyamatokat is meghatározta. A fejlett országokat a foglalkoztatás bővülésének megtorpanása jellemezte, miközben az euroövezeti munkanélküliség tovább növekedett. Egyedül Németországban csökkent a munkanélküliségi ráta. A német gazdaság növekedése a második negyedévben folytatódott, ami elsősorban az építőipar bővülésére és az eurozónán kívülre irányuló export teljesítményére vezethető vissza. A globális növekedést is befolyásoló kínai gazdaság növekedése kismértékben lassult, ami elsősorban az Európába irányuló export gyengülésének és a beruházások mérséklődésének a következménye.

**3-3. ábra**  
Nyersanyagárak relatív alakulása

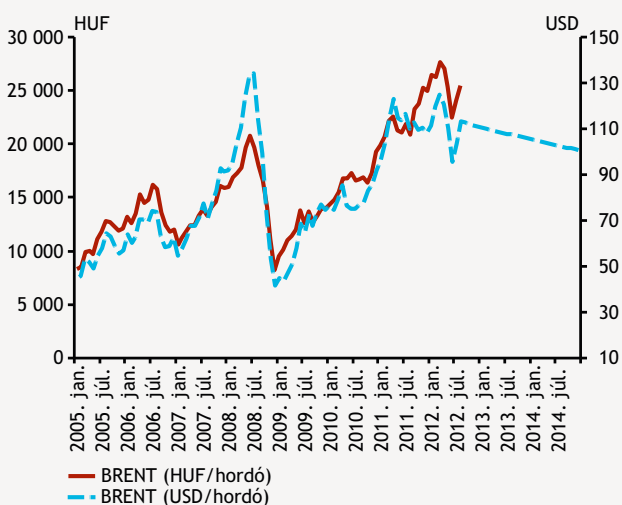
(USD, 2000 = 100, 2005. január–2012. augusztus)



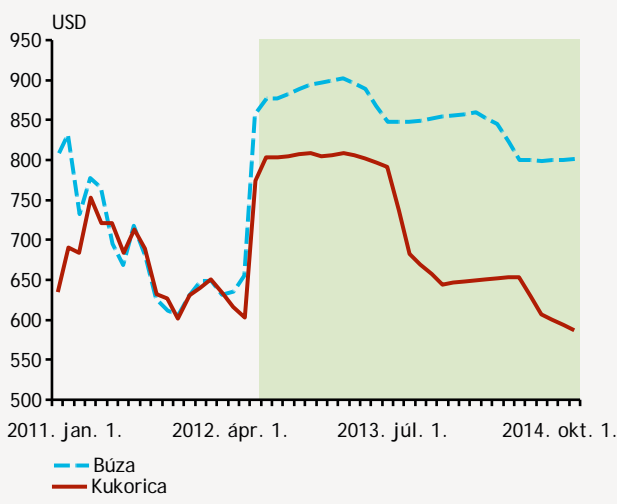
A rövid távú konjunktúraindikátorok a gazdasági növekedés lassulását jelzik globálisan. Az eurozóna, az USA bizalmi indikátorai (Ifo, EABCI, Michigan) és előre tekintő konjunktúra mutatói (OECD CLI, CPB, Eurocoi, PMI) egyaránt a gazdasági aktivitás mérséklődését jelzik előre (3-2. ábra).

2013-ban a világgazdaság növekedése gyorsulhat, ugyanakkor a kockázatok továbbra is jelentősek és az egyes régiók várható gazdasági teljesítményében számottevő eltérések mutatkozhatnak. Lefelé mutató globális növekedési kockázatot jelent az euroövezeti válság eszkalálódása és az olajárak magas szinten ragadása. A főbb nemzetközi intézmények előrejelzései alapján az USA-ban jövőre 2 százalékos feletti növekedési ütem várható. Ugyanakkor a választások eredménye és a jövő évben várható fiskális intézkedések hatásai további növekedési kockázatokat hordoznak. Az

**3-4. ábra**  
**Olajár-feltevésünk változása**  
 (2005. január–2014. december)



**3-5. ábra**  
**A búza és a kukorica spot és futures árfolyamának alakulása**  
 (2011. január–2014. december)



eurozóna gazdaságának kilátásai kedvezőtlenek, az idei visszaesés után jövőre is csak mérsékelt növekedés várható. A feltörekvő országok növekedése az érzékelhető lassulás ellenére erőteljes, és 2013-ban – a fejlett országok élénkülésével párhuzamosan – tovább javulhat a gazdasági teljesítményük. A feltörekvő országok közül Kína gazdaságának növekedése hordozza a legnagyobb kockázatot, hiszen a gazdaság méreténél fogva a kínai konjunktúra esetleges lassulása globálisan is éreztetheti hatását.

Régióinkban jelentős különbségek mutatkoznak a gazdasági teljesítményben. Lengyelország, Románia és Szlovákia gazdasága növekedett, Csehorszáé és Magyarorszáé azonban visszaesett. Az euroövezetben folytatódó fiskális kiigazító intézkedések és a recesszió külső keresletünk további mérséklődését vetíti előre.

Összességében a fejlett világban kismértékben romlott a gazdasági aktivitás, de az év második felében mérsékelt gyorsulás várható. A Magyarország számára lényeges felvevőpiacként számon tartott euroövezetben a konjunktúra kilátások romlottak.

### 3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A nyersanyagárak vegyesen alakultak az első negyedév után. A kőolaj ára a második negyedévben 25 százalékkal esett, majd júliustól ismét emelkedett, augusztustól az első negyedéves szinteken stabilizálódott (3-4. ábra). Az emelkedéshez a norvég olajipari sztrájk és a júliustól életbe lépő iráni olajembargó járulhatott hozzá. Emellett pénzügyi oldalról felerősödtek a mennyiségi lazítással kapcsolatos várakozások, amelyek szintén a nyersanyagárak emelkedésével kapcsolatos spekulációkat eredményezhették. Az élelmiszerárak az év eleji enyhe csökkenést követően jelentősen növekedtek. Az élelmiszerárak növekedése a rossz termelési feltételekre, a kedvezőtlen időjárási körülményekre vezethető vissza. A júliusi és az augusztusi adatok alapján élelmiszerársokk alakult ki a világpiacon (3-5. ábra). Ezt támasztja alá a búza és a kukorica árfolyamának jelentős ugrása és a határidős jegyzések árfolyamának idei és 2013-as alakulása. Az élelmiszerár-emelkedés a jelenlegi olajárakkal együtt inflációs kockázatot jelenthetnek az év hátralévő részében.

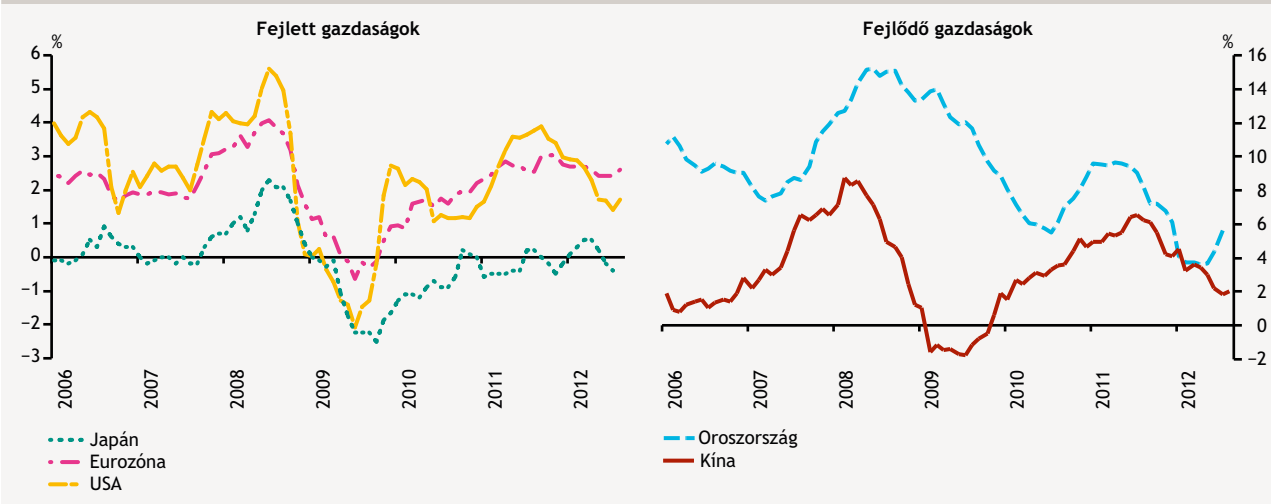
Az inflációs folyamatok a nyersanyagárakkal összhangban alakultak a fejlett és a fejlődő országokban egyaránt. Az euroövezetben júliusig mérséklődött a fogyasztóiár-index, majd augusztusban az energiaárak ugrása miatt 2,6 százalékra nőtt (3-6. ábra). A hosszabb távú inflációs várakozások továbbra is horgonyoztak. Az USA-ban a folyamatosan csökkenő infláció júliusra jelentősen alulmúlta a januárban



3-6. ábra

## Infláció a jelentősebb gazdaságokban

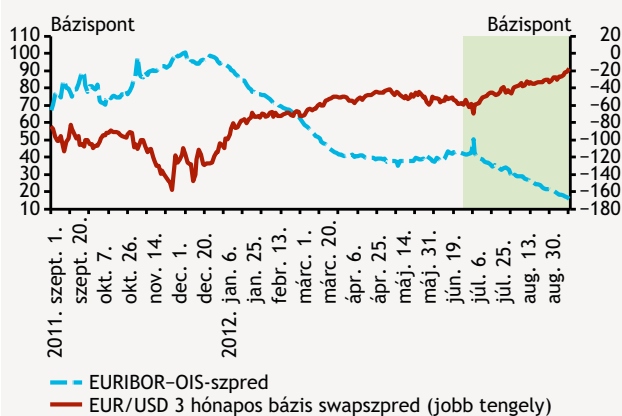
(2006. január–2012. augusztus)



3-7. ábra

## Bankközi és swappiaci szpredek alakulása

(2011. szeptember–2012. szeptember)



bejelentett 2 százalékos célt. Ennek ellenére a hosszú távú inflációs várakozások továbbra is stabilak. A brit gazdaságban a fogyasztói árak emelkedése az év eleje óta lassult, júniusra 2,4 százalékra esett, az infláció júliusi emelkedése meglepetés volt. Kínában a gazdasági növekedés lassulásával és az energiaárak esésével júniusra 1,8 százalékra csökkent az infláció, majd augusztusra 2 százalékra gyorsult az emelkedő olajárak miatt.

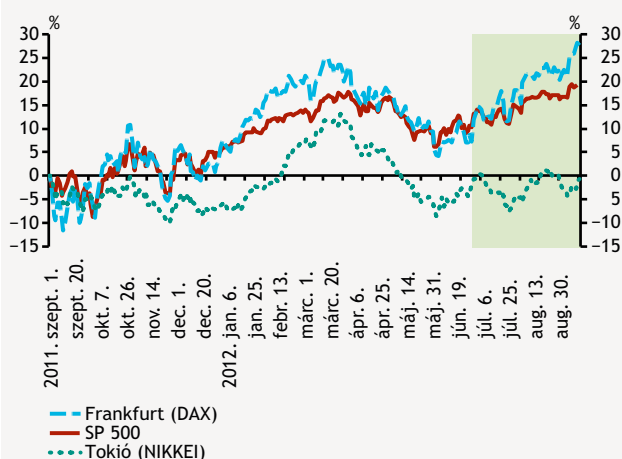
### 3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

A gyengülő növekedési kilátások és az olajárak csökkenése miatt több országban lehetőség nyílt a monetáris lazításra. Az EKB júliusban 25 bázisponttal, 0,75 százalékra csökkentette refinanszírozási műveleteinek irányadó kamatlábát. Az indoklás szerint a döntési horizonton csökkent az inflációs nyomás, az inflációs várakozások továbbra is horgonyzottak, és összhangban vannak az EKB árstabilitásra vonatkozó definíciójával. A Fed szeptemberben újabb eszközvásárlási programot hirdetett, amelynek keretében havonta 40 Mrd dollár értékben fognak MBS-eket (jelzálog fedezetű értékpapír) vásárolni. Az eszközvásárlási programot kiegészíti kettő korábbi eszköz, az „Operation Twist” (Fed mérlegében lévő állampapírok lejáratát hosszabbító eszköz) és az ügynökségi adósságpapírok tőketörlesztésének MBS-ekbe újrabefektetése, amelyeket az év végéig meghosszabbítottak. A három eszköz együtt havonta 85 Mrd dollárral növeli a hosszabb lejáratú kötvények állományát a Fed portfóliójában. A Fed előrejelzése szerint az infláció célon marad, a növekedés élénkül, és 2014 végére 7 százalék alá csökkenhet a munkanélküliség. Továbbá bejelentették, hogy 2015 közepéig a jelenlegi nulla szinten tartja a kamatsávot. Az angol jegybank Tanácsa júliusban 50 milliárd fonttal 375

3-8. ábra

## Főbb tőzsdeindexek alakulása

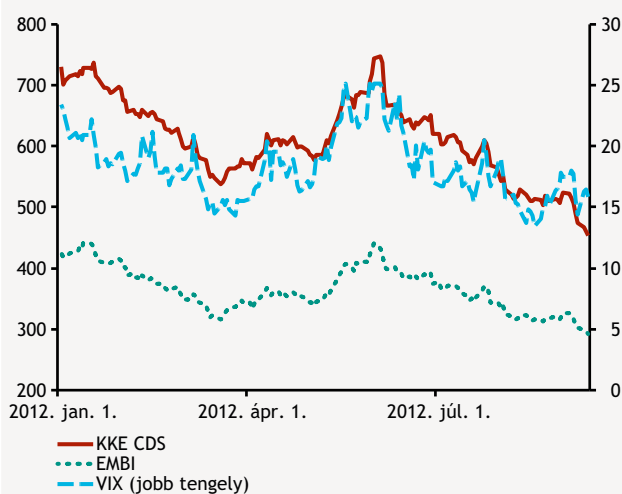
(2011. szeptember–2012. szeptember)



## 3-9. ábra

## Globális és regionális kockázati mutatók

(2012. január–2012. szeptember)



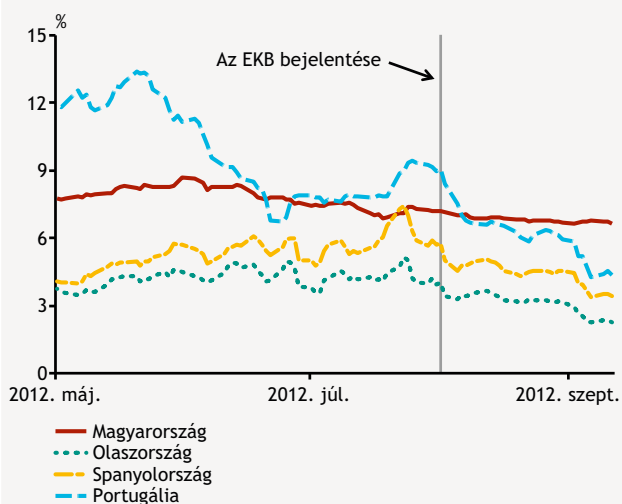
Forrás: Thomson Reuters, MNB.

milliárd fontra (a GDP 26,9 százaléka) növelte az eszközvásárlási program volumenét és a Kincstárral közösen elindítottak egy új nemkonvencionális eszközt („Funding for Lending Scheme”, FLS), aminek keretében a bankok állampapírokat kölcsönözhetnek befogadható fedezetekért cserébe. Az új eszköztől a hitelezési aktivitás erősödését várják, mert odaítélését hitelkihelyezéshez kötik.

A régiós jegybankok többnyire kivárási monetáris politikát folytattak. Az MNB augusztusi döntését megelőzően a cseh jegybank mérsékelte az alapkamatot júliusban 25 bázisponttal 0,5 százalékra. Indoklásuk szerint a várakozásoktól elmaradó konjunkturális adatok nem utaltak belső inflációs nyomásra a gazdaságban, míg az áfaemelés kifizetése után az infláció a cél alá csökkenhet. A lengyel jegybank – a májusi nem várt kamatemelést követően – nem változtatott az alapkamat mértékén, amit az infláció cél fölött maradásával indokoltak. A román jegybank az elmúlt hónapokban nem változtatott az alapkamat mértékén a felfelé mutató inflációs kockázatok miatt.

## 3-10. ábra

## Hároméves hazai és periféria kötvényhozamok



Forrás: Thomson Reuters, MNB.

Az első félévi pénzügyi bizonytalanság után a globális piaci hangulat július végétől pozitív irányba fordult, amiben nagy szerepe volt a válságkezeléssel kapcsolatos újabb bejelentéseknek (3-9. ábra). (Részletek az 3-1. keretes írásban.) Egyrészt 2012 júliusában az Európai Unió Tanácsa úgy döntött, hogy a spanyol fiskális konszolidáció ütemének lassítását engedélyezi. Másrészt az EKB bejelentette augusztus elején, hogy rövid futamidejű állampapírok vásárlását tervezi. Ennek hatására a perifériaországok felárai látványosan csökkentek, különösen a közepes lejáratú (pl. hároméves) papírok hozamai estek (3-10. ábra). A folyamatot globálisan erősítette, hogy a nagy jegybankok mennyiségi lazításával kapcsolatos piaci várakozások módosították a befektetői hangulatot, így a kockázatosabb országokba áramlott a tőke. Ugyanakkor általános az a piaci vélemény, miszerint a kiújult optimizmus leginkább az EKB lépéseivel kapcsolatos piaci várakozásokhoz, mintsem konkrét intézkedésekhez köthető, így egy esetleges korrekció kockázata jelentős. A hozamcsökkenés tartóssága nagymértékben függ az európai válságkezeléssel összefüggő további döntésektől, a válságkezelés működésétől, a görög program folytatásától és a spanyol pénzügyi program eredményeitől.

## 3-1. keretes írás

## Bővebben a romló konjunktúraindexek ellenére javuló pénzügyi hangulat okairól

Az utóbbi években erős korrelációt figyelhettünk meg a globális makrogazdasági kilátások és a pénzügyi és tőkepiaci mutatók alakulása között. Az elmúlt negyedév ebből a szempontból ellentmondásosan alakult. Míg a globális makrogazdasági adatok inkább romló kilátásokat jeleztek, addig a nemzetközi pénzügyi piaci hangulat július végétől érezhetően javult. A feltörekvő piaci eszközök iránti

kereslet számottevően növekedett, ami a hazai eszközök felárában és a forint árfolyamának alakulásában is tükröződött. A pozitív hangulatot több tényező erősíthette.

A spanyol bankfeltökésítésre szánt lehetséges külső pénzügyi csomag kondícióiról komoly viták zajlanak. A hírek szerint a spanyol bankmentőcsomaghoz nem kötnek fiskális célokat, sőt haladékat kaptak a deficitcél teljesítésére (a hiány 3 százalék alá csökkentésének határidejét az eredeti 2013-ról 2014-re módosították). A befektetők a spanyol pénzügyi csomag lazább kondícióit úgy értékelték, hogy az európai döntéshozók is érzékelik egy túlzott fiskális megszorítás kockázatait, és ezt összességében pozitívan fogadták.

A fejlett jegybankok monetáris politikája (nulla közeli alapkamat és mennyiségi lazítás) a kevésbé kockázatos országok állampapírjainak hozamait történelmi mélypontra csökkentette. Különösen nagy várakozások előzték meg a Fed esetleges harmadik eszközvásárlási programjával kapcsolatos híreket. A Nyíltpiaci Bizottság ülésein minden alkalommal megvitatták az újabb program alkalmazását, és végül a szeptemberi ülés után jelentették be a mennyiségi lazítást. A fejlett országok jegybankjainak monetáris politikája az intézményi befektetők egy részét (biztosítókat, nyugdíjalapokat, de akár bankokat is) arra ösztönözheti, hogy nagyobb hozamot ígérő, kockázatosabb eszközökbe fektessék a pénzüket. Emiatt a kockázatosabb eszközökbe és országokba áramolhat a tőke.

Az EKB augusztusi eleji, majd szeptemberi bejelentésével a válságkezelésben határozottabb szerepvállalás felé tett lépést. A rövidebb lejáratú perifériakötvények vásárlása melletti elköteleződéssel a befektetők által régóta várt szerepet vállalhat fel az EKB. Bár a periféria hosszú hozamai továbbra is mutatják a helyzet bizonytalanságát, a 3 éves állampapírhozamok és az 5 éves CDS-felárak jelentősen csökkentek július második fele óta. Az EKB OMT (Outright Monetary Transactions) programjában azok az országok vehetnek részt, amelyek segítséget kérnek az EFSF/ESM alapoktól és teljesítik az ott megfogalmazott vállalásaikat. Az EFSF-program alatt álló országok esetében további feltétel az elsődleges piacon kibocsátóként való megjelenés. Hosszabb távon azért lehet sikeres az eszköz, mert kiegészítheti az EFSF/ESM válságalapok működését. A kiigazítási programok terv szerinti véghezvitele esetén a másodpiaci beavatkozás után nem alakulhat ki önbeteljesítő félelmen alapuló csőd az irreálisan magas hozamfelárak miatt. Másrészt korábban az ESM alap kapcsán felmerült az effektív hitelezési kapacitás korlátossága, amit az OMT-eszköz „korlátlan” volumene ellensúlyozhat. Az eszköz sikeres alkalmazásához az ESM-alapnak létre kell jönnie, aminek előfeltétele volt a német alkotmánybíróság szeptemberi pozitív döntése.

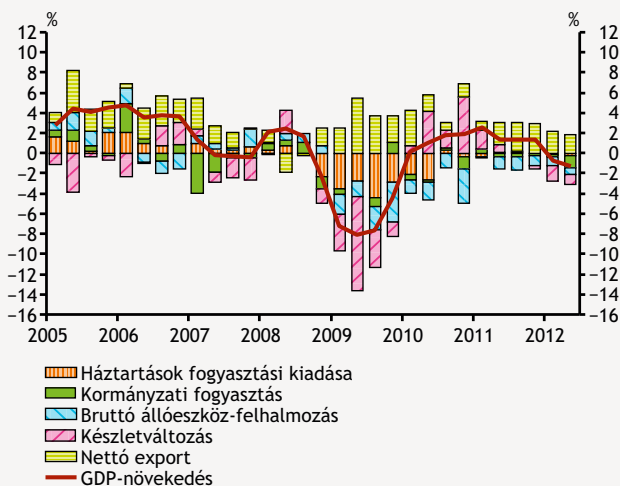
## 3.2. Aggregált kereslet

Az első negyedévi jelentős csökkenés után a második negyedévben kisebb mértékben, de folytatódott a bruttó hazai termék visszaesése. A keresleti feltételek romlásához külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak. A válság előtt felhalmozott magán- és kormányzati adósságok leépítése, az általánosan szigorú hitelezési feltételek és bizonytalan gazdasági környezet tartósan visszafogják a belföldi keresletet, miközben a külső piacainkon tapasztalt lassulás az exportértékesítések dinamikáját mérsékelheti. Az általánosan romló keresleti környezet, azon belül is főként a tartósan gyenge belső kereslet továbbra is érdemi deflációs hatással bír, tompítva a nyersanyagárak emelkedéséből adódó tovagűrűző hatásokat.

3-11. ábra

### A hazai éves GDP-változás szerkezete

(2005. I. n.év-2012. II. n.év)



2012 második negyedévében folytatódott a magyar gazdaság visszaesése. A bruttó hazai termék így a tavalyi év végi stagnálást követően második egymást követő negyedévben csökkent, teljesítve a technikai recesszió feltételét. Az aggregált keresleti környezet folytatódó mérséklődéséhez belső és külső faktorok egyaránt hozzájárultak (3-11. ábra). A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése még évekig visszafoghatja a privát szféra keresletét. A gyenge munkaerő-piaci helyzet mellett, az érdemben csökkenő reáljövedelmek hatása egyre erősebben jelentkezik a háztartások fogyasztási és beruházási döntéseiben. Bár az év közepén lassult a bankok külső forrásainak kiáramlása, a hitelezési feltételek továbbra is szigorúak. A gyenge belső keresleti feltételek mellett az idei évben felvevőpiacaink lassulásával a külső tényezők is romlottak.

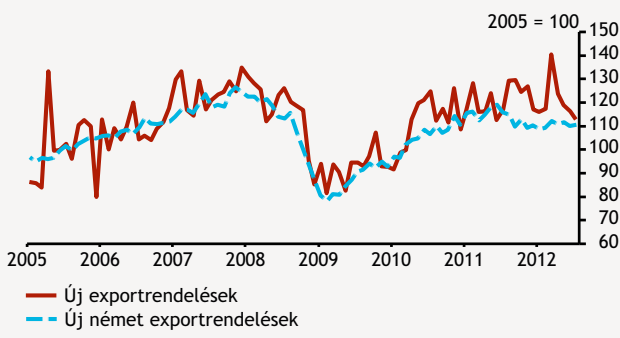
### 3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

A második negyedéves makroadatokat a korábbi várakozásoknál kedvezőtlenebb nemzetközi konjunktúrát jeleztek, így a külső keresletre vonatkozó képünk romlott. Bár a legfontosabb fő felvevőpiacunknak számító Németország GDP-adatai a várakozásoknál kedvezőbben alakultak, azonban az élénkülés főként a belső fogyasztáshoz kötődött. A magyar export szempontjából meghatározó ipari termelés a német gazdaságban is gyengélkedik, így a hazai áruexport volumenének növekedése fokozatosan lassul (3-12. ábra). Az áruexport lassuló dinamikáját a szolgáltatás-export enyhe élénkülése tompította, amihez az elmúlt év végi erőteljes árfolyamgyengülés is hozzájárulhatott. Nettó exportunk az első negyedévhez hasonlóan magas pozitív növekedési hozzájárulást mutatott, amely enyhén bővülő export és stagnáló import mellett valósult meg.

3-12. ábra

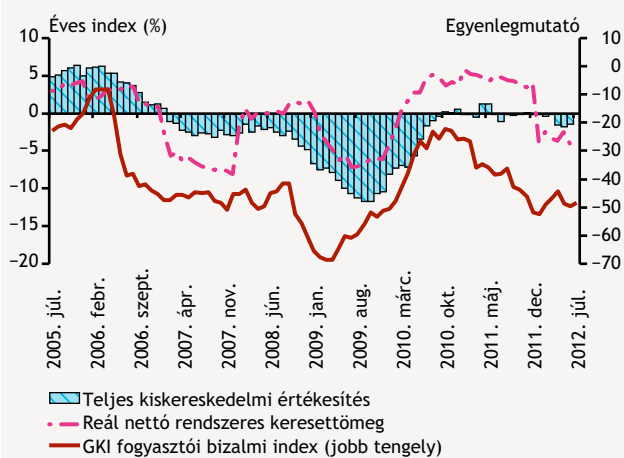
### Magyar és német új exportrendelések alakulása

(2005. január-2012. július)



3-13. ábra

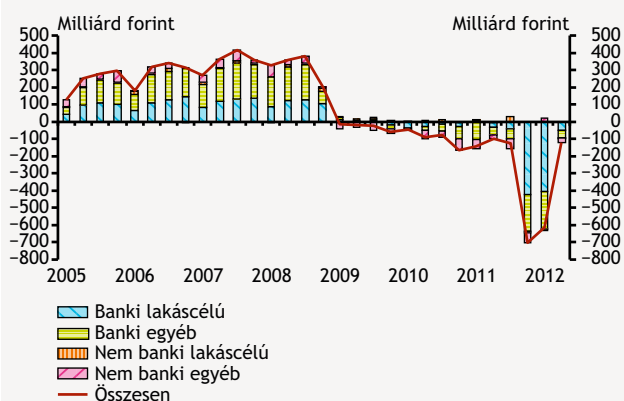
A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



3-14. ábra

A háztartási szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint

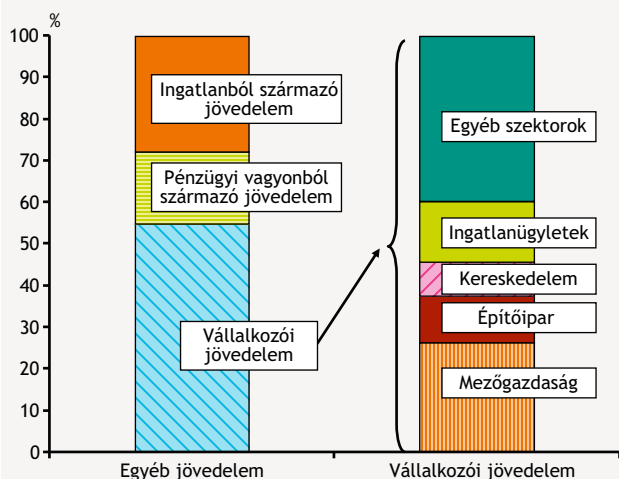
(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



3-15. ábra

Az egyéb jövedelmek szerkezete

(2006–2010 átlag)



Rövid távon a hazai kilátások a korábbi hónapokhoz képest romlottak. Az ipari új exportrendelések a márciusi és az áprilisi kiugró értékek után az elmúlt hónapokban már csökkenést mutattak. A bizalmi indikátorok alapján a harmadik negyedévben is visszafogott lehet felvevőpiacaink növekedése, ennek az exportra gyakorolt negatív hatását azonban ellensúlyozhatja a Mercedes gyár termelésének az őszi hónapokra várt további erősödése.

### 3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A háztartások fogyasztása az év első felében enyhén mérséklődött. A beérkezett kiskereskedelmi adatok a második negyedévben a lakossági vásárlások nagyobb mértékű csökkenésére utaltak (3-13. ábra), így a háztartások fogyasztásának csökkenése az iparcikkek esetében erősebben, míg a szolgáltatások és élelmiszerek esetében csak visszafogottan jelentkezett. A lakosság reáljövedelme az év eleje óta csökken és ennek a fogyasztásra gyakorolt negatív hatása egyre markánsabban jelentkezhet. Az év eleji adminisztratív béremelések az átlagbér alatt keresők esetében csak az adóintézkedések hatását ellensúlyozták, míg gyorsuló infláció általánosan erodálta a reáljövedelmeket. A háztartások vállalkozói jövedelmei szempontjából meghatározó ágazatok (mezőgazdaság, építőipar, kereskedelem) az idei évben – részben ágazatspecifikus sokkhatások miatt – rendkívül gyenge gazdasági teljesítményt mutattak, tovább mélyítve a reáljövedelmek csökkenését (3-15. ábra). A lakossági bizalmi indikátor év eleji javulása átmenetinek bizonyult. A mutató a második negyedévben alacsony szinten stagnált, amely továbbra is óvatossági viselkedésre utal.

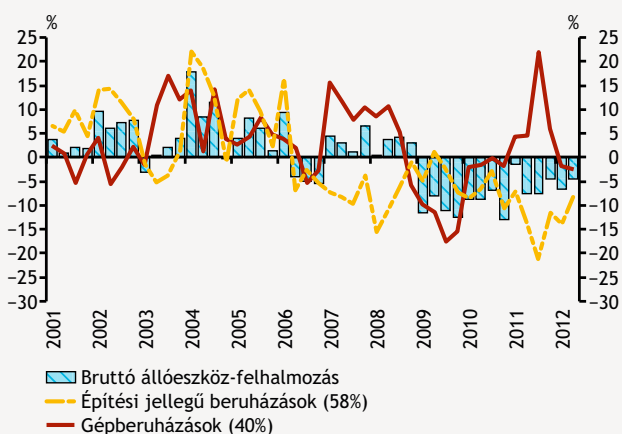
A végtörlesztések kifizetésével nem javultak a háztartási szektor hitelezési folyamatai sem. 2012 második negyedévében folytatódott a hitelállomány leépülése. A háztartások továbbra is nettó hiteltörlesztők. A hitelállomány folytatódó leépülése alapvetően az újhitel-kibocsátások rendkívül alacsony szintjére vezethető vissza: a bankszektor bruttó hitelkihelyezései historikus mélypontra estek a negyedévben (3-14. ábra).

A végtörlesztési időszakban a bankok háztartási hitel-kondícióit rendkívül szigorúság jellemezte. Az árjellegű feltételek a végtörlesztések lezárulta után sem váltak kedvezőbbé. A Hitelezési felmérés szerint a kínálati korlátok mellett a hitelkereslet is gyengébb volt a banki várakozásokhoz képest. A devizahittel rendelkező háztartások hitelkeresletét továbbra is csökkenti jövedelmi kifizettségük: az árfolyamgát tényleges igénybevétele júniusig nem volt számottevő. Az érintett háztartások többségének belépésére csak az év második felében számíthatunk.

3-16. ábra

Nemzetgazdasági beruházások alakulása

(éves változás, 2001. I. n.év–2012. II. n.év)



A következő negyedévekben a szigorú hitelkondíciók és a bizonytalan gazdasági kilátások mellett továbbra is a reáljüvedelmek csökkenése határozhatja meg a fogyasztás alakulását.

3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A privát szféra beruházásai a második negyedévben is gyengén alakultak. Ennek hátterében a korábbi negyedévekhez hasonlóan a tovább szigorodó hitelkörnyezet mellett a keresleti kilátásokat és a szabályozói környezetet jellemző bizonytalanságok állhatnak (3-16. ábra).

A vállalati beruházásokat továbbra is a tavaly tapasztalt kettőség jellemezte. Az ágazatok többségében a beruházási alapfolyamatok gyengék, amelyet csak a feldolgozóiparban megvalósuló nagyberuházások hatása tompít. Az aktuálisan zajló Audi- és GM-beruházásoknak köszönhetően az ágazat beruházásai a tavalyi magas szint közelében maradt. Az autóiipartól eltekintve az ágazatok többségét gyenge beruházási aktivitás jellemzi, így a beruházási ráta historikusan is alacsony szintre süllyedt. Ezzel összhangban a tőkeállomány-bővülés változatlanul visszafogott.

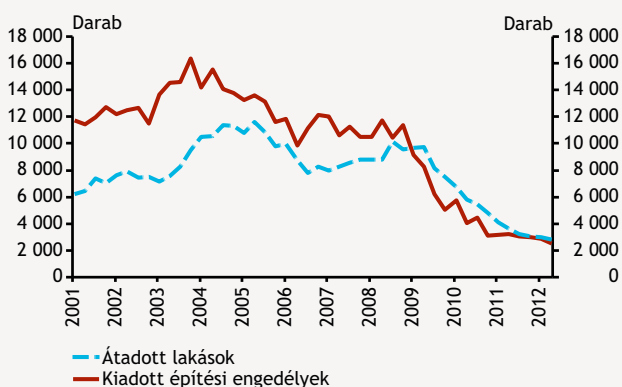
2012 második negyedévében az előző időszakihoz hasonló volumenben folytatódott a vállalati hitelezés mérséklődése. A vállalatok rövid és hosszú lejáratú hitelei egyaránt csökkentek. A vállalati hitelezési folyamatok gyengeségét keresleti és kínálati tényezők együttesen magyarázzák. Egyrészt a banki hitelkínálatot a szigorú hitelezési feltételek fennmaradása, illetve további szigorítás jellemezte, másrészt a konjunkturális folyamatok romlásával a keresleti oldal is a hitelezés korlátja lehetett. A beruházások alacsony szintje mellett a hosszú távú hitelek iránti kereslet továbbra is visszafogott, míg az ipari termelés mérséklődése miatt a rövid lejáratú hitelek felvétele is csökkenhetett (3-18. ábra).

A második negyedévben a lakáspiaci adatok alapján folytatódott a lakossági beruházások csökkenése. Ennek hátterében továbbra is a háztartások gyenge jövedelmi helyzete és a szigorú hitelezési feltételek állnak. Az építési engedélyek száma a második negyedévben több negyedévnyi stagnálás után ismét enyhén csökkent, így a használatba vett lakások száma a következő negyedévekben historikusan alacsony szinten alakulhat (3-17. ábra). Fordulat az idei évben nem várható. Előre tekintve, a lakossági beruházásokat némileg élénkítheti, hogy a harmadik negyedévtől elérhetővé válnak az államilag támogatott lakáshitelek. A fokozatos életbelépés, a program mérete, illetve a kondíciók alapján a bővülés csak visszafogott lehet. A támogatás használt lakás esetén is igénybe vehető, így az intézkedés hatása csak részben érintheti az új építésű lakások piacát.

3-17. ábra

Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente

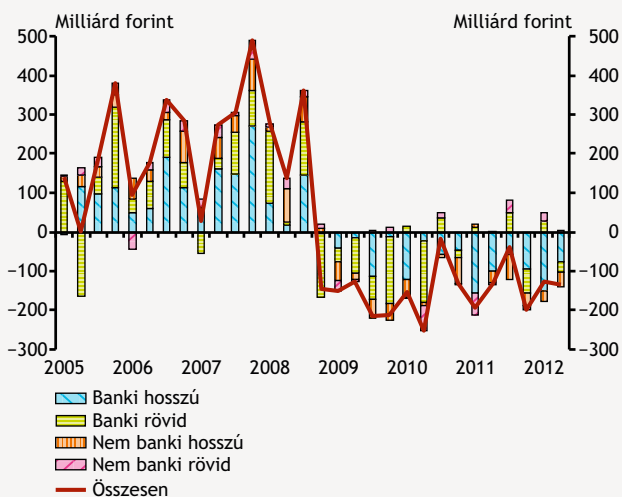
(2001. I. n.év–2012. II. n.év)



3-18. ábra

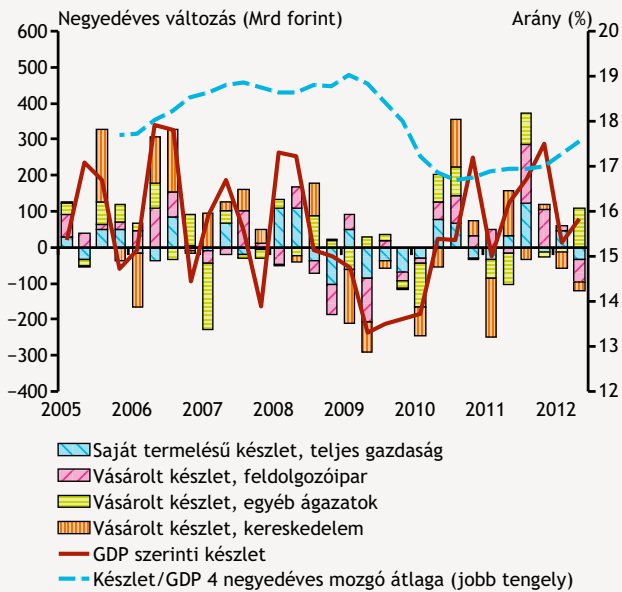
A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



**3-19. ábra**
**A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készletszint a nominális GDP arányában**

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



### 3.2.4. KÉSZLETEK

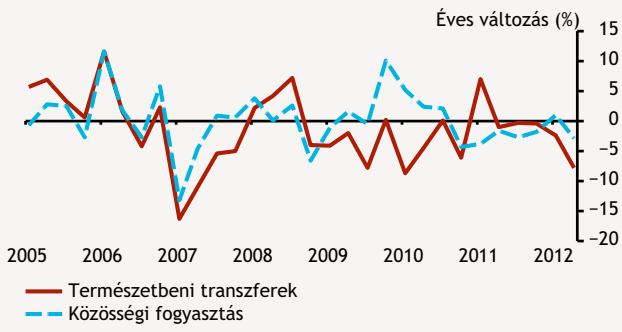
A bizonytalan növekedési kilátások és a szigorú vállalati hitel-kondíciók továbbra is a válság óta jellemző feszes készletgazdálkodás fennmaradását indokolják. Ezzel összhangban a legtöbb ágazatban a készletek csökkenését figyelhetjük meg. A kedvezőtlen időjárási feltételek miatt a mezőgazdaság várható ideiglenes teljesítménye is hozzájárulhat a készletek csökkenéséhez. Jelentősebb készletbővülés csak az energiatermelő ágazatokra volt jellemző (3-19. ábra).

### 3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

A kormányzat fogyasztási keresletét a korábban elindult és az idén addicionálisan meghozott fiskális kiigazító intézkedések határozzák meg. Ezekkel összhangban az állam fogyasztási kiadásai csökkentek a második negyedévben. Különösen nagy mértékben csökkent a közlekedési és gyógyszerár-támogatások volumene. A kormányzati beruházások finanszírozását továbbra is erős kettősség jellemzi: a költségvetési forrásokból megvalósuló beruházások súlya csökken, amelyet az EU-s források felhasználása ellensúlyoz. Ugyanakkor az elmúlt negyedévekben az EU-források lehívása a vártnál lassabbnak bizonyult, hozzájárulva az állami beruházások erőteljes csökkenéséhez.

**3-20. ábra**
**A kormányzati fogyasztás változása**

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



## 3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

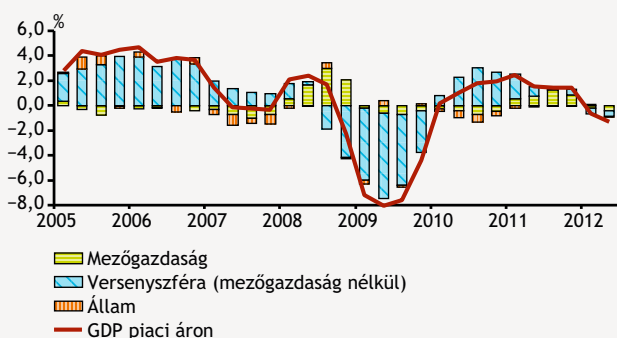
2012 második negyedében csökkent a gazdaság kibocsátása. A gyenge második negyedéves GDP-adatban az általánosan romló makrogazdasági feltételek mellett, néhány ágazat kibocsátását érintő egyedi hatások is megjelenhettek. Felvevőpiacaink gazdasági növekedésének lassulása miatt az exportorientált szektorok kibocsátása nem elegendő a hazai piacra termelő ágazatok visszaesésének ellensúlyozásához. Átmeneti hatásként a mezőgazdaság rendkívül gyenge terméseredményei érdemben mérsékelhetik az idei évi GDP-t.

A beruházási ráta 6 éve tartó trendszerű csökkenése, illetve a tartós munkanélküliek arányának emelkedése a potenciális növekedés lelassulására utalnak. A gazdaság termelőkapacitásainak lassuló bővülése fokozatosan csökkentheti a gyenge kereslet deflációs hatását, növelve a költségoldali sokkok másodkörös inflációs kockázatát.

3-21. ábra

### A hazai éves GDP-változás szerkezete\*

(2005. I. n.év-2012. II. n.év)

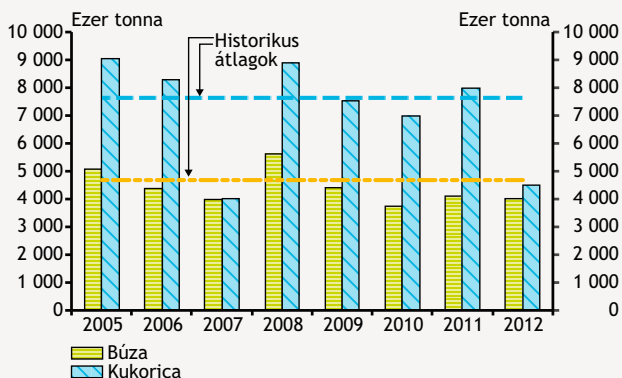


\* Az ágazatok hozzáadott értéke alapján számítva.

3-22. ábra

### A kukorica és a búza terméseredményei

(2012-re csak becslések állnak rendelkezésre)



Forrás: Központi Statisztikai Hivatal.

Az év elejét követően a második negyedévben is folytatódott a gazdasági kibocsátás csökkenése. Ezen időszakban éves összevetésben a hazai GDP 1,3 százalékkal mérséklődött. A termelés lassulása az általános makrogazdasági környezet romlásával az ágazatok széles körében érzékelhető volt. Felvevőpiacaink lassulása miatt, a korábban folyamatos növekedést mutató exportorientált termelő ágazatokban is a kibocsátás visszaesését tapasztalhattuk. A belső piacra termelő szektorok továbbra is gyenge teljesítményt mutatnak. Az építőipari termelés idén is érdemben tovább csökkent, a mezőgazdaság hozzáadott értéke pedig az aszályos időjárás miatt historikusan is gyenge lehet ebben az évben (3-21. ábra). A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke a második negyedévben is csökkent, ami a kiskereskedelmi forgalom mérséklődése mellett, legerőteljesebben a pénzügyi szolgáltatók aktivitásának csökkenésében jelentkezett.

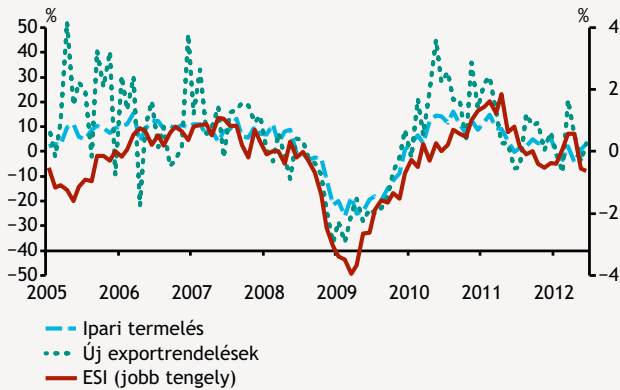
A mezőgazdasági termelést az elmúlt évben az átlagosnál is kedvezőbb eredmények jellemezték. Ebben az évben ugyanakkor a fagyárak és a száraz időjárás következtében a termés nagymértékű visszaesésére számíthatunk. A meghatározó növényi kultúrák termésbecslései és terméseredményei arra utalnak, hogy az ágazat teljesítménye érdemben elmaradhat nemcsak a tavalyi évi kedvező bázistól, hanem a historikus átlagtól is (3-22. ábra).

A romló külpiaci feltételek mellett az ipari termelés a második negyedévben is csökkent, így szektor a második negyedévben már nem támogathatta a gazdaság növekedését. Exportpiacaink növekedésével kapcsolatban rövid távon nem számíthatunk érdemi javulásra, így az ipar hoz-



**3-23. ábra**  
Az ipari termelés, új rendelések és az ipari ESI bizalmi index alakulása\*

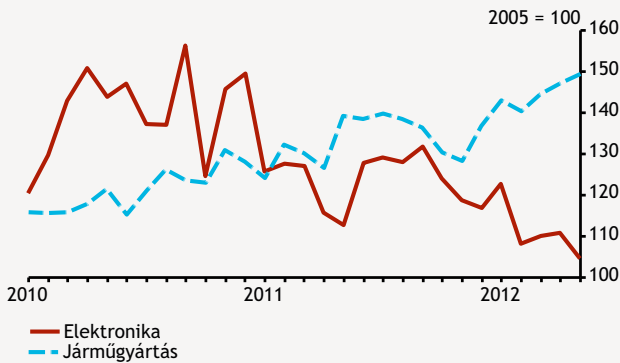
(2005. január–2012. július)



\* Normalizált ESI idősor.

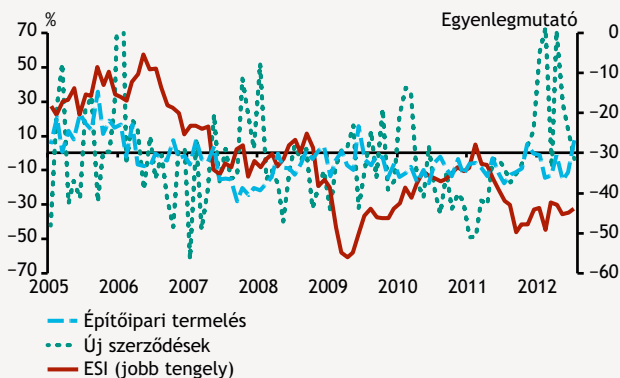
**3-24. ábra**  
A gépipari ágazatok termelésének az alakulása

(2010. március–2012. július)



**3-25. ábra**  
Az építőipari termelés, új rendelések és az ipari ESI bizalmi index alakulása

(2005. január–2012. július)



záadott értéke tovább mérséklődhet (3-23. ábra). Erre utalnak a júliusi adatok is, melyek az ipari termelés további csökkenését jelzik. Márciusban a Mercedes gyár megindította a termelést, aminek a hatása jelentős ugyan, viszont az általánosan romló külső piaci hangulat és egyéb átmeneti tényezők ennek hatását ellensúlyozták (bővebben lásd 3-2. keretes írásban). Az elektronikai szektor kapacitásleépítése nem zárult le, így következő hónapokban is csökkentheti az ipar teljesítményét (3-24. ábra). A nyári hónapokban átmeneti hatásként jelentkezett egyes olajfinomító vállalatok termelésének csökkenése. A termelés újraindítása, illetve a Mercedes kecskeméti üzemében várható további termelésbővülés az év hátralevő részében tompíthatja a szektor visszaesésének a mértékét. Az ipari termeléssel és a külső kereslettel szoros kapcsolatot mutató *szállítási ágazat* teljesítménye is folytatódó lassulást mutatott az év első felében.

Az *építőipari* termelés tovább csökkent az év első felében. Bár a júliusi adat érdemi korrekciót mutatott az ágazat kibocsátásában, ám a szerződésállomány gyenge bővülése alapján éles fordulatra nem számíthatunk. Az új lakások piaca az idei évben historikusan alacsony szinten elérheti mélypontját, de élénkülésre rövid távon nem számíthatunk. A következő negyedévben az EU-s forrásokból finanszírozott infrastrukturális projektek javíthatják az összképet. Ezek hatása egyelőre csak az emelkedő szerződésállományban jelent meg, így a termelést csak a következő negyedévekben emelheti érzékelhetően (3-25. ábra).

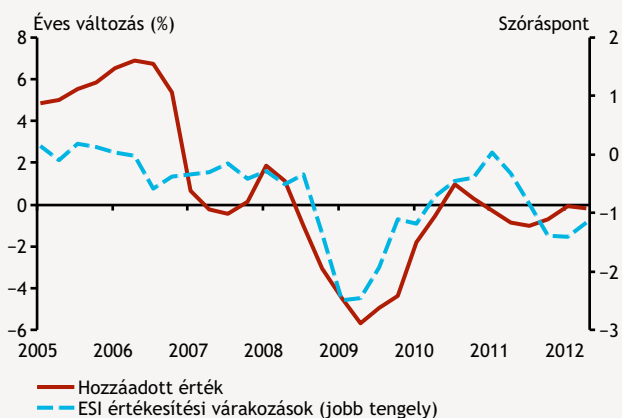
Az első negyedévi stagnálást követően a második negyedévben mérséklődtek a *kiskereskedelmi* szektor eladásai. Az ágazat teljesítményében az év elején tapasztalt javuláshoz a nem rezidensek vásárlásai is hozzájárulhattak, ami többnyire a gyenge év eleji forintárfolyam hatásához köthető. Az árfolyam fokozatos erősödésével ez a hatás már egyre mérsékeltebben jelentkezhetett, így a kiskereskedelmi forgalom alakulásában a továbbra is szigorú lakossági hitelfeltételek és a csökkenő reáljövedelmek hatása vált meghatározóvá. Előre tekintve, az értékesítési várakozások tovább romló keresleti környezetet vetítenek előre (3-26. ábra). A *turizmus és vendéglátás* ágazat kibocsátása a második negyedévben is élénkülhetett. Ehhez a kedvező időjárási feltételek mellett az elmúlt években végrehajtott szállodai fejlesztések is hozzájárultak.

A *pénzügyi* szektor hagyományos banki műveletekből származó eredményét és így az ágazat hozzáadott értékét számos tényező csökkentette az idei év első felében. Az év eleji lakossági betétkivonás a belföldi forrásokat vetette vissza, míg eszköz oldalon a februárig lezajló végtörlesztési program jelentősen csökkentette a háztartások devizahitelállományát. Az új kihelyezésekben a szektor aktivitása

3-26. ábra

A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke és a keresletre vonatkozó várakozások\*

(2005. I. n.év-2012. II. n.év)



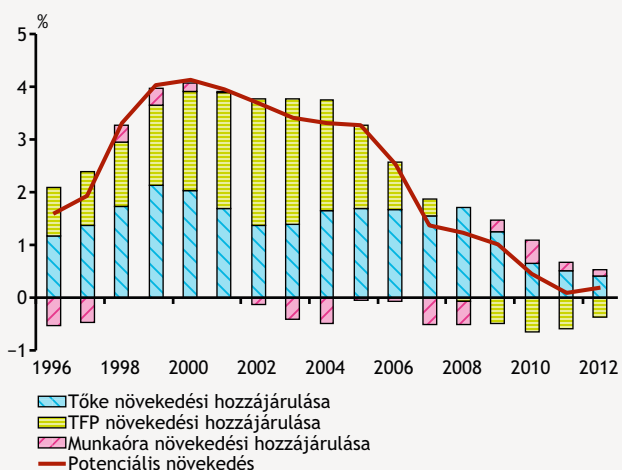
\* A bizalmi indikátor a kereskedelem és az egyéb szolgáltatások standardizált bizalmi indexeinek hozzáadott értékből vett részaránnyal súlyozott átlaga.

korábbi várakozásainknál is gyengébbnek bizonyult. Egyedi tényezőként az év elején lezajló végtörlesztési program eredményt rontó hatása is az év elején került elszámolásra.

A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk enyhén romlott a júniusi inflációs jelentéshez képest. A beruházások széles körben megfigyelt csökkenését az autóiiparban létrejövő új kapacitásbővítő beruházások nem tudták teljes mértékben kompenzálni, így a tőkeállomány növekedési üteme az idei évben is tovább csökkenhetett. A munkaerő-piaci aktivitás az elmúlt két évben folyamatosan emelkedett. A munkakinálat élénkülése azonban nem párosult a foglalkoztatás hasonló ütemű emelkedésével. A munkanélküliségi ráta az elmúlt években tartósan magas szinten ragadt, ami továbbra is kockázatot jelenthet az érintettek újbóli foglalkoztathatóságát illetően. Összességében mind a munkaerő-piacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés tartós lelassulására utalnak (3-27. ábra).

3-27. ábra

A potenciális növekedés alakulása



3-2. keretes írás

Mi állhat az elmúlt hónapok gyengébb ipartermelés-adatainak hátterében?

2009-ben a Mercedes-Benz Kecskeméten létesített összeszerelő üzem, ami 2012. március végén kezdte meg működését. A sajtóban is megjelent tervek szerint ebben az évben 40 000, a következő évben pedig 100 000 gépkocsit szerelhetnek össze. A termelés felfutásával párhuzamosan a foglalkoztatottak száma is emelkedett, ami év végéig elérheti a 3000 főt. A beruházás és a várható termelés volumenéből kiindulva, ennek az egy üzemnek nemzetgazdasági szinten is jelentékeny hatása van, viszont ezt az elmúlt hónapok adatai csak mérsékelten igazolták vissza, amit a piac hónapról hónapra meglepetéssel fogadott. Kérdés, hogy a vártól gyengébb ipari adatok hátterében a Mercedes beruházás kisebb termelést élénkítő hatása vagy egyéb hatások állhatnak.

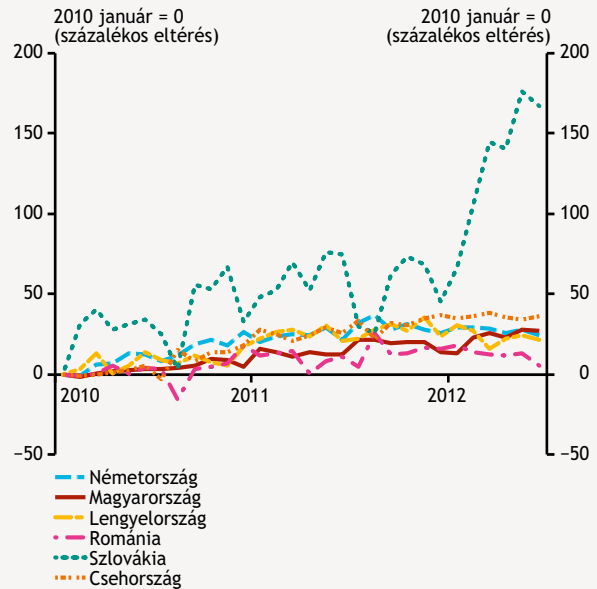
A kérdés megválaszolására először a járműgyártás ágazat teljesítményét vizsgáltuk meg régiós összehasonlításban. A régió továbbra is vonzó a nagy európai autógyártók számára. 2004-ben a régió 9 százalékát adta az Európai Unióban gyártott autóknak, ami 2011-ben már megközelítette a 20 százalékot és a következő években ez a folyamat tovább folytatódhat. A hazai járműipar termelésének élén-

külése az elmúlt két évben többnyire elmaradt a régió átlagától. Az új kapacitások év eleji üzembe helyezésével relatív helyzetünk azonban érezhetően javult (3-28. ábra). Ugyanakkor a javulás mértéke nem tekinthető kiugró mértékűnek. Az ezen időszakban szintén új kapacitásokat beüzemelő szlovák járműipar termelése lényegesen erőteljesebben változott. A jelenség arra utal, hogy a Mercedes termelése a várakozásoknak megfelelő mértékben és ütemezésben a hazai adatokban is megjelenhetett (ezt sajtóinformációk is megerősítik), ám a járműágazat egyéb vállalatainak termelés-csökkenése ezt a hatást tompította. Statisztikák szerint a kereslet csökkenése különösen érzékenyen érintette az egyik legnagyobb hazai exportőrnek számító Suzuki gyár termelését, ami az egész ágazat kibocsátására is érdemi hatással lehetett.

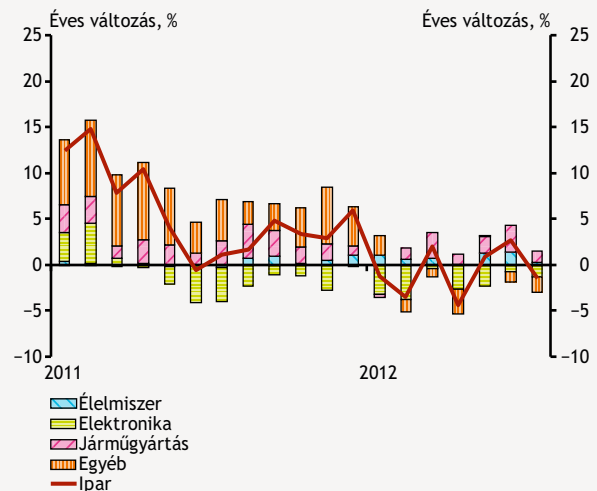
A globális versenypiaci helyzet jelentős változása a hazai ipar számos további szereplőjét kedvezőtlenül érintette, amire több gyár (pl. Nokia, Sanyo, Flextronics, Dunaferr) is létszámleépítésekkel és a termelés jelentős csökkentésével reagált. Ezen egyedi hatások mellett az általános hazai és nemzetközi konjunktúra folyamatok is romlottak, mérsékelve az ipari termelés dinamikáját. Megvizsgálva az ipari termelés szerkezetét, ez hatás az ágazatok széles körében jelentkezik (3-29. ábra). Növekedést a már elemzett járműgyártás ágazat mellett csak az élelmiszeripar tudott felmutatni, a többi ágazatban visszaesés, illetve stagnálás volt jellemző. A magánszektorban folytatódó mérlegkiigazítás, a csökkenő reáljövedelmek és a továbbra is gyenge hitelaktivitás következtében a belső kereslet továbbra sem képes érdemben támogatni az ipari termelést. Eközben legfontosabb exportpiacainkon a globális konjunktúra lassulása is egyre markánsabb érzékelhető.

Összességében az ipar rövid távú kilátásai az elmúlt hónapokban romlottak, így az ágazat az idei év végéig nem tud érdemi támaszt nyújtani a hazai növekedésnek. Külső piacaink keresletében fordulatra az év végén számíthatunk, ami a hazai iparban is újabb élénkülést eredményezhet. Jövő év elejétől fokozatosan újabb autóiipari kapacitások állnak termelésbe (az Opel majd az Audi gyárban), ami további lendületet adhat az ágazat termelésének.

**3-28. ábra**  
A gépipar termelése a régióban  
(2010. január–2012. június)



**3-29. ábra**  
Az ipari termelés szektorális bontása  
(2011. január–2012. július)

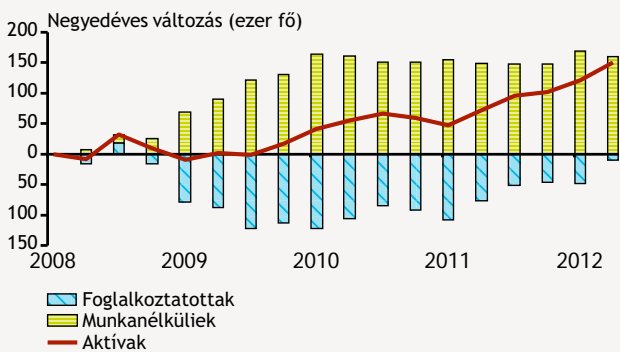


## 3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

Az elmúlt negyedévekben tovább bővült a munkapiaci aktivitás. Az aktivitás növekedése mellett a foglalkoztatás is emelkedett, így a munkanélküliségi ráta enyhe csökkenést mutatott. A foglalkoztatás növekedése nagyobb részben az állami közfoglalkoztatási programokhoz köthető, miközben a versenyszektor munkaerő iránti kereslete változatlanul gyenge. A historikusan magas munkanélküliségi adatok jelentős részben strukturális okokat tükröznek, így a munkaerő-piaci feltételek korábbi várakozásainknál kevésbé lazák lehetnek. Ezzel összhangban a magas munkanélküliség bérleszorító hatása kisebb.

Az év eleji adminisztratív béremelések a bérek gyorsulását okozták, ám ezen hatást kiszűrve, a bérezés alapfolyamatait a válság előtti évek átlagánál visszafogottabb dinamika jellemezheti. A laza munkapiaci kondíciók mérsékelhetik a növekvő termelési költségek mellett a munkapiacra keresztül jelentkező másodkörös inflációs kockázatokat.

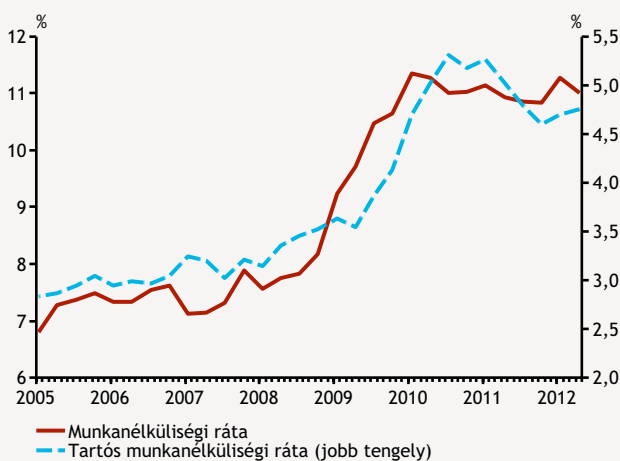
**3-30. ábra**  
Az aktivitás változása 2008 I. negyedévéhez képest  
(2008. I. n.év-2012. II. n.év)



2012 második negyedévében az elmúlt években kialakult trendnek megfelelően folytatódott a munkapiaci aktivitás emelkedése. Az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedéseknek (elsősorban a nyugdíjazási feltételek és a munkanélküliségi juttatások szigorítása) köszönhetően az aktivitási ráta a válság előtti szinthez képest 2 százalékpontot emelkedve elérte az 57 százalékot (3-30. ábra).

A foglalkoztatási folyamatokról rendelkezésre álló statisztikák érdemben eltérő képet mutattak az elmúlt negyedévekben. A munkaerő-felmérés adatai szerint a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak számának emelkedése a második negyedévben is folytatódott. Megítélésünk szerint ez a támogatott álláshelyek emelkedéséhez köthető, miközben a romló konjunktúrakilátásokkal összhangban a versenyszféra vállalatait a korábbi hónapoknál is óvatosabb munkaerő iránti kereslet jellemzi. A versenyszféra foglalkoztatása érdemben nem változott. Ugyanakkor a gazdaság ciklikus elmozdulásaira érzékenyebben reagáló intézményi felmérés adataiban már csökkenést láthattunk. (A problémáról bővebben a 3-3. keretes írásban írunk.)

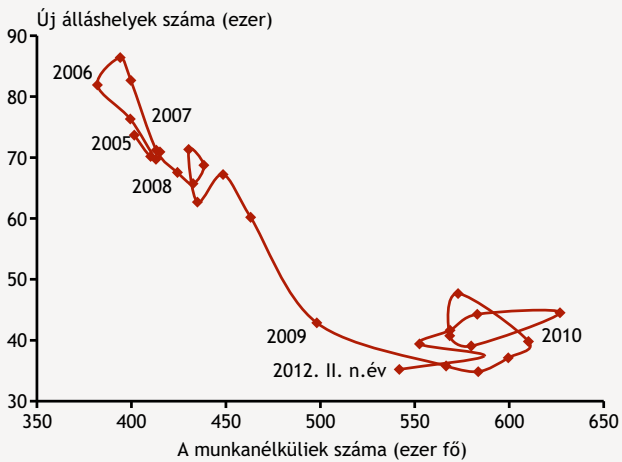
**3-31. ábra**  
Munkanélküliségi ráták  
(2005. I. n.év-2012. II. n.év)



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

3-32. ábra  
A Beveridge-görbe alakulása\*

(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



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

A növekvő aktivitás és emelkedő foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta a második negyedévben enyhén csökkent (3-31. ábra). A regisztrált munkanélküliek számában megfigyelt jelentős év eleji volatilitást a közmunka-programok év végi lezárásából és év eleji újbóli kiírásából adódó időzítési hatások okozták. Az egy évnél régebben állást keresők aránya a tavalyi csökkenést követően az elmúlt negyedévekben ismét emelkedett, ami a munkanélküliség strukturális okainak mélyülésére utal.

Az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma továbbra is magas. A Beveridge-görbe az elmúlt negyedévben a regisztrált munkanélküliek számának csökkenése miatt balra tolódott. Mivel a kilépők főként közfoglalkoztatás valamely formájában helyezkedtek el, vagy inaktivitásba vonultak, így a munkapiac továbbra is lazának tekinthető, bár ennek mértéke korábbi becsléseinkhez képest némileg csökkent (3-32. ábra).

### 3-3. keretes írás

#### Eltérő folyamatok a foglalkoztatási adatokban? Az ideji foglalkoztatási adatok értelmezése

A versenyszektor foglalkoztatottságának mérésére kétfajta statisztikai felmérést is publikál a Központi Statisztikai Hivatal. Az egyik az egyéni megkérdezésen alapuló munkaerő-felmérés (MEF), a másik a vállalkozások és költségvetési intézmények által szolgáltatott adatokon alapuló intézményi statisztika (IS). A magánszektor foglalkoztatásának alakulásáról hosszabb távon a két statisztika közel azonos képet mutat, rövidebb időtávokon azonban előfordulhatnak eltérések is a két felmérés között. Mivel a MEF a hazai munkaerőpiac egészét reprezentálja – szemben a kizárólag 4 főnél több alkalmazottat foglalkoztató intézményeket tartalmazó intézményi felméréssel – előrejelzésünk ezen a statisztikán alapul.

Az utóbbi években markáns eltéréseket mutatott a kétfajta felmérés, ezzel nagymértékben megnehezítve a hazai munkaerőpiac aktuális helyzetének értékelését. Míg az IS alapján a versenyszektor foglalkoztatása már 2010-ben elmozdult a válság mélypontjáról, addig a MEF 2011 kezdetéig stagnáló foglalkoztatást mutatott. Az intézményi statisztikában mutatkozó 2010-es létszámnövekedés 2011-ben azután megtorpant, majd stagnált egészen 2012 kezdetéig, amikor ismét csökkenni kezdett. Ezzel szemben a MEF számai alapján a versenyszektor vállalatai a 2011-es felívelést követően a legutolsó publikált tényadatig (2012 második negyedéve) folyamatosan bővíteni tudták munkaerő-állományukat, ráadásul 2012 második negyedévében a válság óta nem tapasztalt dinamikával.

Bár a MEF a hazai munkaerőpiac egészét reprezentálja, az egyidejű konjunkturális folyamatokkal az IS mutat szorosabb együttmozgást. Historikus megfigyelések alapján a MEF foglalkoztatási számai csak átlagosan 2-3 negyedév késéssel követik a konjunktúra fordulóit. Ezek a megállapítások érvényesek az elmúlt évekre is, amikor a GDP alakulásával az IS számai nagyobb összhangban voltak. A MEF 2012 második negyedéves megugrását azonban ezek az összefüggések sem magyarázzák, mivel a statisztika alapján a privát foglalkoztatás bővülése 2012 kezdetén már megtorpanni látszott, az ideji év első felére vonatkozó GDP-adatok pedig a gazdaság teljesítményének a romlását jelezték.

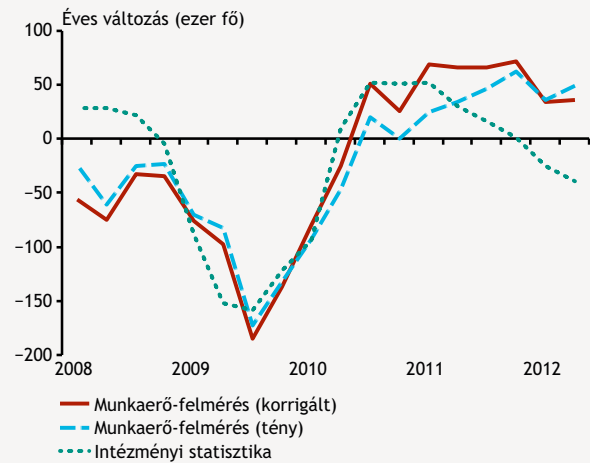
A kétféle statisztikai felmérés módszertanából az eddig leirtakon túl további eltérések is vannak. Ezen módszertani különbségek többsége eddigi vizsgálataink alapján azonban nem magyarázza egyértelműen a két statisztika között az utóbbi negyedévekben megfigyelt eltéréseket, így a dilemma feloldását máshol kell keresnünk.

A MEF módszertani sajátossága, hogy a közmunkaprogramokban foglalkoztatottak számát csak nagy bizonytalansággal képes meg-  
ragadni, ebből kifolyólag azok ágazati besorolása is bizonytalan.  
Előfordulhat tehát, hogy a közmunkások egy része a versenyszférá-  
ban jelenik meg, előrejelzésünk során a közmunkásokat ezért az  
állami szektorban számoljuk el.

A közfoglalkoztatásban részt vevők pontosabban kerülnek elszá-  
mólásra az őket foglalkoztató intézményeken keresztül az IS-ben.  
A konjunktúra alakulásával nagyobb összhangot tükröző privát-  
szféra foglalkoztatottságmutató előállítására érdekében ezért  
ebben a fordulóban úgy jártunk el, hogy a közmunkások létszámá-  
nak alakulását az intézményi statisztika számai alapján vettük  
figyelembe. A MEF nemzetgazdasági szintű létszámából eltávolít-  
va a közmunkások, valamint a közmunkások nélkül számított  
állami létszámot, maradék elven állítható elő a korrigált versen-  
szektortétszám. Az így előállított korrigált mutató egyrészt a 2010  
második felétől már növekedést mutat, másrészt a romló növeke-  
dési adatokat követve a foglalkoztatás lassabb ütemű emelkedé-  
sét jelzi az utóbbi negyedévekben, ezzel közeledve az IS hasonló  
statisztikájához (3-33. ábra). Azonban tekintve, hogy az így elvégzett korrekció nem magyarázza meg teljes mértékben a két  
statisztika közötti eltérést, így az eltérésnek további statisztikai okai is lehetnek.

**3-33. ábra**  
**A versenyszféra foglalkoztatása különböző statisztikai**  
**felmérések szerint**

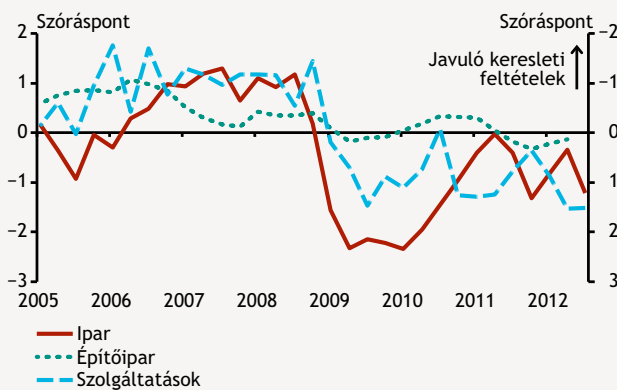
(2008. I. n.év–2012. II. n.év)



## 3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

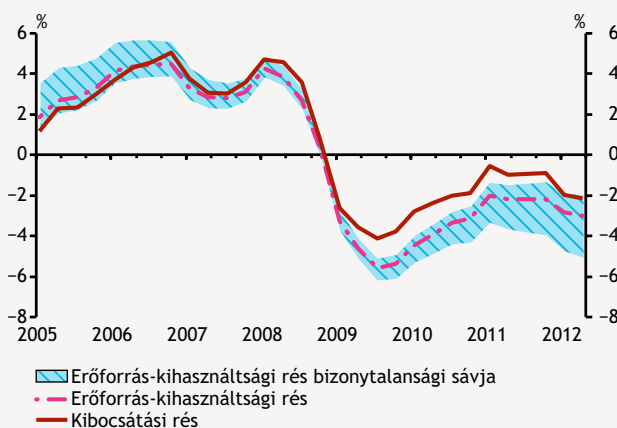
A gyenge keresleti környezetben a gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. A magas szinten ragadó munkanélküliség és a tartósan alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése tovább lassulhatott, ami tompíthatja a gyenge kereslet dezinflációs hatását. Rövid távon a keresleti feltételek további romlására számíthatunk, így a tavalyi év második feléig fokozatosan záruló kibocsátási rés ismét tágulhat.

**3-34. ábra**  
Keresleti korlátok a fő ágazatokban az ESI-felmérés szerint\*  
(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



\* Az elégtelen kereslet mint a termelést korlátozó fő tényező, standardizálva, fordított skálán.

**3-35. ábra**  
A kapacitáskihasználtság alakulása a nemzetgazdaságban\*  
(2005. I. n.év–2012. II. n.év)



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

A második negyedévben tovább erősödött a recessziós reál-gazdasági környezet és az emelkedő infláció, illetve bruttó bérek kettőssége. Az emelkedő infláció hátterében főként költségsokkok és indirektadó-intézkedések állnak, a bér-gyorsulást pedig jelentős részben adminisztratív intézkedések okozzák. Ezeket a hatásokat kiszűrve, az alapfolyamatok alacsonyabb értéket mutatnak, ám a tavalyi évhez képest mind az árazásban, mind a bérezésben a dinamika emelkedése érzékelhető. A gyenge kereslet ár- és bérleszorító hatása korábbi becsléseinknél kisebb lehet.

A romló keresleti feltételek mellett a gazdaságot továbbra is – valamennyi termelési tényezőt tekintve – érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. Erre utalnak a kapacitáskihasználtságot mérő indikátorok alacsony szintjei is (3-34. ábra).

Becslésünk alapján a kibocsátási rés 2012 első felében 2 százalék körül alakulhatott. A kapacitáskihasználtsági mutatók és az év eleji gyenge növekedési adatok is arra utalnak, hogy két éves lassú javulást követően ismét romolhat a gazdaság ciklikus pozíciója. A kibocsátási rés nyílását elsősorban a külső kereslet gyengülése okozhatja, míg a belföldi keresletben az elhúzódó mérlegkiigazítás hatását trendszerű folyamatnak gondoljuk.

Előre tekintve, külső és belső tényezők következtében rövid távon a kibocsátási rés újbóli nyílása várható (3-35. ábra). A gyenge külső kereslet az exportszektorban növelheti a szabad kapacitásokat. A belső keresletet a szigorú hitelezési feltételek, a költségvetési kiigazító intézkedések és a reáljövedelmek romlása ismételten mérsékelheti. Ezen hatásokat döntően ciklikus eredetűnek értékeljük, amelyek elsősorban a fogyasztás ciklikus helyzetét ronthatják.

## 3.6. Költségek és infláció

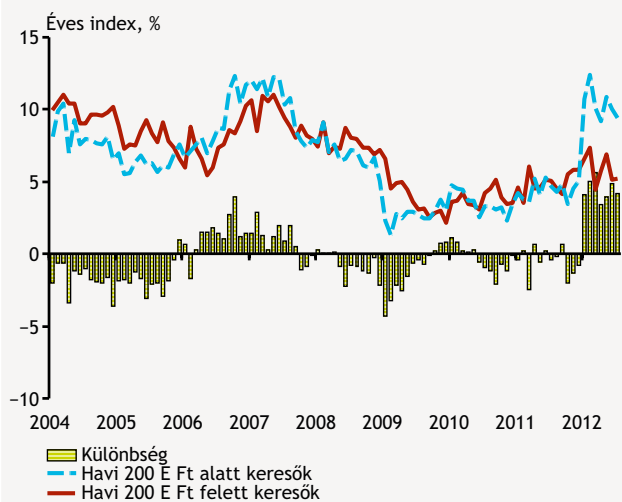
Az év eleji adminisztratív béremelések következtében a versenyszféra bérindexe számottevő gyorsulást mutatott, ám ezen hatást kiszűrve is emelkedtek a bérezés alapfolyamatai. A megnövekedett bérköltségekhez a vállalatok az állami bérkompensáció igénybevételével, illetve a béren kívüli juttatások visszafogásával alkalmazkodtak. Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban az inflációs célt meghaladva, 6 százalék közelében alakultak. Elsősorban a költségsokkok és az indirektadó-emelések járultak hozzá az infláció emelkedéséhez. A kereslet oldaláról jelentkező inflációs nyomás mérsékelt maradt, ám ennek árleszorító hatása a korábbiaknál kisebb lehet. A keresletre érzékeny termékek közül a piaci szolgáltatások árai alacsony dinamikát mutattak, míg az iparcikkek elmúlt időszak alakulását a gyenge kereslet és a korábbi gyenge forintárfolyam határozta meg.

Rövid távon a kedvezőtlen időjárás következtében emelkedő nyersélelmiszer-árak, illetve a magas szinten maradó olajárak erősödő inflációs nyomást vetítenek előre. Ezen tényezők áremelő hatásait az elmúlt időszakban erősebb forintárfolyam és a gyenge belső kereslet tompíthatja.

3-36. ábra

A 200 ezer forintos havi átlagkereset alatt és felett keresők béralakulása a versenyszektorban\*

(2004. január–2012. július)



\* Éves változás a szezonálisan igazított havi adatok alapján.

### 3.6.1. BÉREK

Az év első felében a versenyszféra bérdinamikája számottevő gyorsulást mutatott. A rendszeres keresetek az év első felében átlagosan 8 százalékkal emelkedtek, melynek hátterében az év elején életbe lépő adminisztratív intézkedések állnak. Az intézkedések a különböző bérszintek mellett eltérő hatást gyakoroltak a vállalatok bérezésére. Az átlagbér alatt és felett keresők béralakulása markáns eltérést mutatott (3-36. ábra).<sup>3</sup>

Az adminisztratív intézkedések<sup>4</sup> elsősorban az alacsonyabb, átlagosan havi 200 ezer forint alatt keresők bérindexében okozott megugrást. Bár az intézkedések januártól léptek életbe, az 50 főnél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok többsége csak májusban lépte meg a szükséges béremeléseket. Ezzel szemben az intézkedések által nem érintett körben, a havi 200 ezer forint felett keresők bérei visszafogottabb dinamikát mutattak a gyenge munkakeresleti feltételekkel összhangban.

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 cafe-

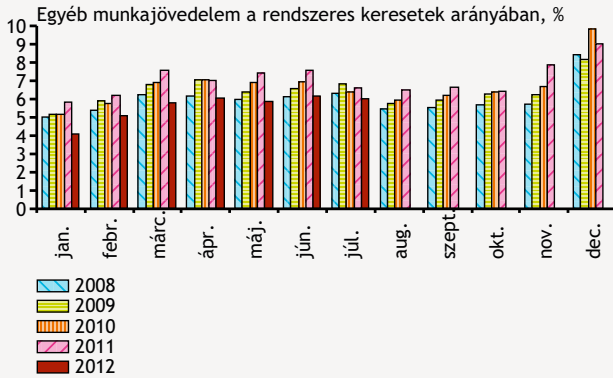
<sup>3</sup> A 2011-es szja-intézkedések miatt már a tavalyi év elején elvált egymástól a magas és alacsony keresetűek bérindexe.

<sup>4</sup> Kötelező minimálbér, garantált bérminimum emelése, bérkompensáció igénybevételéhez kötelező ajánlott béremelési sávok.



**3-37. ábra**  
Az egyéb munkajövedelmek aránya a rendszeres keresetösszeghez képest a versenyszférában

(2008. január–2012. július)

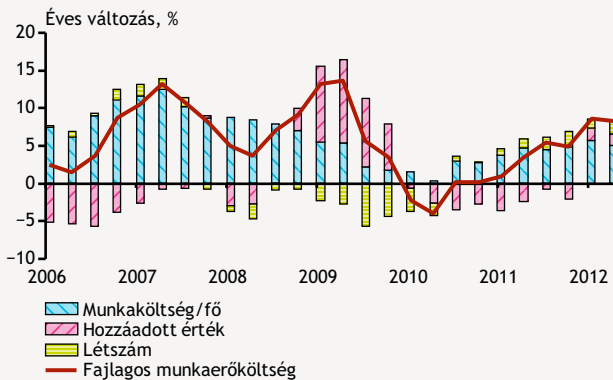


téria-kifizetések) több mint 10 százalékkal elmarad a tavalyi évben megfigyelt kifizetésektől (3-37. ábra). Emellett az állami bérkompenzáció széles körű igénybevétele is a költségnövekedés tompítása irányába hatott. Ezen tényezők mellett is a munkaegységköltség az adminisztratív okok miatt emelkedő munkaköltségek és a romló termelékenység következtében az év első felében tovább gyorsult. A fajlagos bérköltségek emelkedése meghaladja a válság előtti átlagos értéket, ami a tartósan gyenge – főleg belföldre termelő – keresleti környezetben működő vállalatok esetében okozhat feszültséget (3-38. ábra).

Az idei év első felében az állami szférában foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete csökkent. Ennek elsődleges oka a közfoglalkoztatottak magas számából adódó összetételhatás, közfoglalkoztatottak nélkül számítva pozitív bérindexeket figyelhetünk meg.

**3-38. ábra**  
Fajlagos-munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában

(2006. I. n.év–2012. II. n.év)



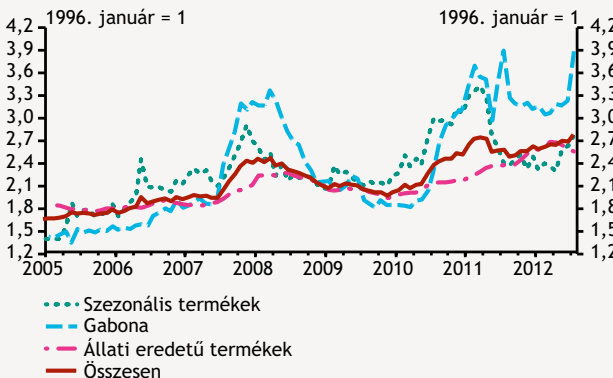
### 3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

A mezőgazdasági termékek árai az év eleje óta fokozatos emelkedést mutattak. Az év elején szigorodó állattartási előírások – a tojásárak megugrásán keresztül – az állati eredetű termékek drasztikus emelkedését okozták, majd az elmúlt hónapokban a növekvő szezonálisélelmiszer-árak járultak hozzá a termelői árak emelkedéséhez. Júliusban a gabonatermékek áraiban volt megfigyelhető jelentős növekedés (3-39. ábra).

Az idei év eddigi időszakában kedvezőtlen időjárási feltételek alakították nemcsak hazánk, hanem a nemzetközi mezőgazdasági termelés alakulását is. Emiatt előre tekintve, a termelői árak további emelkedése várható, amelyet a következő hónapokra vonatkozó magas határidősgabonaárjegyzések is alátámasztanak.

**3-39. ábra**  
A mezőgazdasági termelői árak\*

(2005. január–2012. július)



\* Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertéshús, baromfi, tojás, tej. Súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becslés alapján.

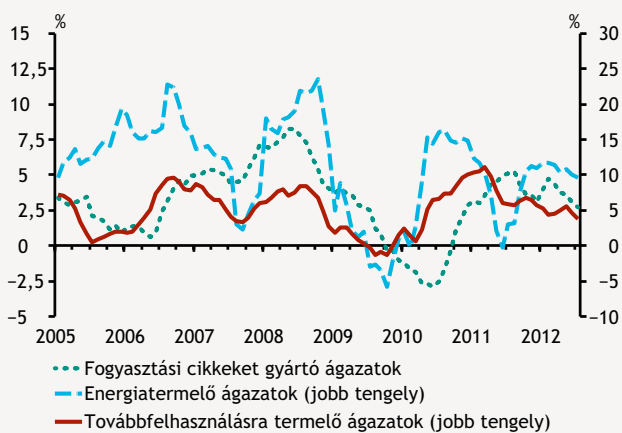
A világgiazi áremelkedések és a forintárfolyam erősödésének eredményeként az ipari termelői árak dinamikája az elmúlt hónapokban nem mutatott érdemi elmozdulást (3-40. ábra).

### 3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

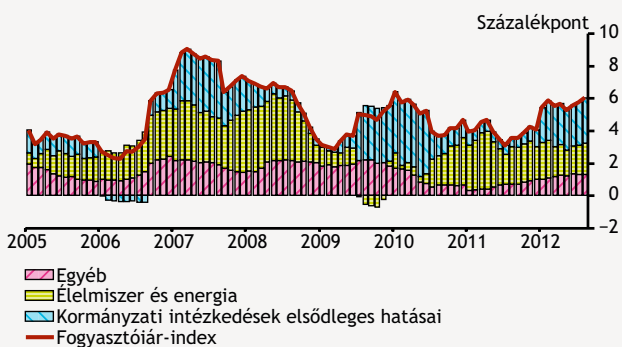
Az idei év nyári hónapjaiban tovább gyorsult az infláció. Augusztusban a fogyasztóiár-index 6 százalékkal emelkedett. Az elmúlt hónapokban megfigyelt emelkedés háttérében főként a feldolgozatlan élelmiszerek növekvő inflációja és az év közepén életbe lépő indirektadó-emelések állnak (jövedéki adó, telekommunikációs adó). Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban várakozásainknál némileg kedvezőtlenebbül alakultak (3-41. ábra).

Az előző hónapok inflációjában az indirektadó-emelések (év eleji áfa- és jövedékiadó-emelés) és költségsokkok

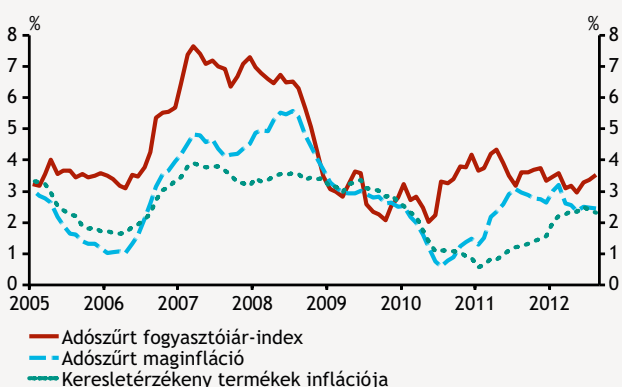
**3-40. ábra**  
Az ipari termelői árak  
(2005. január–2012. július)



**3-41. ábra**  
A fogyasztóiár-index dekompozíciója  
(2005. január–2012. augusztus)



**3-42. ábra**  
Az adószűrt fogyasztóiár-index és maginfláció, illetve a keresletérzékeny termékek inflációjának alakulása  
(2005. január–2012. augusztus)



jelentős hozzájárulást képviseltek, miközben a keresletre érzékeny termékek inflációjában – a tavalyi év emelkedését követően – nem figyelhető meg további emelkedés (3-42. ábra).<sup>5</sup> A belföldi keresleti nyomás alacsonynak tekinthető. A rövid távú inflációs folyamatokat mérő mutatóink is megerősítik ezen képünket, melyek az év eleji növekedést követően az elmúlt hónapokban mérsékelt nyomást jeleztek (3-43. ábra).

Az *iparcikkek* inflációját a korábbi gyenge forintárfolyam és a gyenge kereslet határozta meg. A nem tartós iparcikkek árai a tavalyi év végén jelentősen leértékelődő forintárfolyam következtében emelkedtek az elmúlt hónapokban, emellett az éves inflációt egyedi tényezők<sup>6</sup> is befolyásolták. A tartós iparcikkek inflációja továbbra is negatív. A korábbi költségemelkedések ellenére a termékcsoportot visszafogott áralakulás jellemzi, melyet a gyenge keresleti körülmények magyarázhatnak. Az elmúlt hónapokban erősödő forintárfolyam hatása a következő hónapokban jelentkezhet az iparcikkek áraiban.

A *piaci szolgáltatások* adóváltozásoktól szűrt havi inflációja február óta a szokásos szezonálisnál kedvezőbben alakult, melynek eredményeként a termékkör éves indexe enyhe csökkenést mutatott. A piaci szolgáltatások áralakulása a gyenge belföldi kereslet árleszorító hatását tükrözheti.

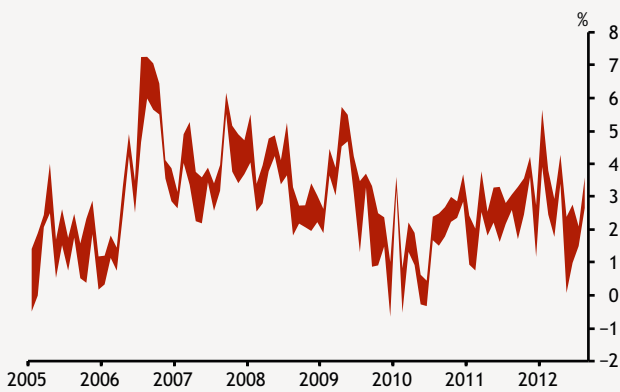
A költségsokkra érzékeny élelmiszerek árai a termelői árakkal összhangban az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek, mely ismét gyorsuló élelmiszer-inflációt okozott. A *feldolgozott élelmiszerek* emelkedő árait a magasan maradó termelői árak és üzemanyagárak magyarázhatják. A termékkörön belül főként a feldolgozott hústermékek hatottak az emelkedés irányába. A *feldolgozatlan élelmiszerek* áralakulását az idei év kedvezőtlen időjárása befolyásolta, a szezonális termékek árai (zöldség és gyümölcs) jelentős emelkedést mutattak. A kedvezőtlen időjárási körülmények következtében a termelői árak oldaláról további áremelő hatás jelentkezhet.

Májust követően a forintban kifejezett olajárak csökkentek, ami augusztusig az üzemanyagárak csökkenését okozták. Augusztus óta az emelkedő világpiaci olajárak hatása ismét áremelkedési hullámot indított el. A *szabályozott árakat* az emelkedő nyersanyag-költségek ellenére továbbra is visszafogott áralakulás jellemzi. Az elmúlt évek hatásági intézkedései következtében a tétel fogyasztóiár-indexhez való

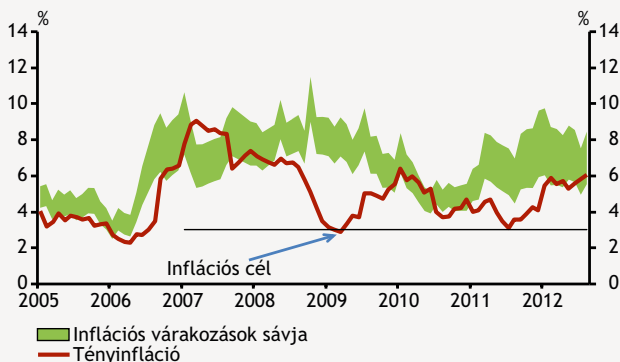
<sup>5</sup> Erről szóló részletes írásunk a 6. fejezetben, a kiemelt témák között található.

<sup>6</sup> Júniusban kiugróan magas áremelkedést figyelhettünk meg, ami nagyrészt egyedi hatások következménye. A repülőjegyek árai (a KSH az „utazás egyéb távolsági utazási céllal” tételben számolja el) a májusi csökkenést követően korrekciót mutattak, illetve a külföldi üdülés a szokásos szezonálisnál nagyobb mértékben emelkedett. E két tétel áralakulásában jelentős részt képvisel a külföldi komponens, és érzékeny az árfolyamra, ezért a fogyasztóiár-index MNB szerinti csoportosításában a nem tartós iparcikkekhez soroljuk.

**3-43. ábra**  
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja  
(2005. január–2012. augusztus)

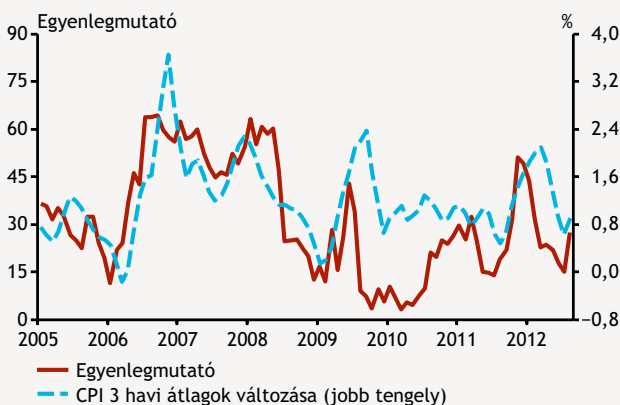


**3-44. ábra**  
Lakossági inflációs várakozások  
(2005. január–2012. augusztus)



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

**3-45. ábra**  
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tényinfláció  
(2005. január–2012. augusztus)



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

hozzájárulása historikusan is alacsony. A gyógyszertermékek körében az ártámogatási rendszer átalakítása a támogatott gyógyszerek árainak emelkedését okozta.

Összességében az elmúlt időszakban az inflációt a költség-sokkok és év eleji adóintézkedések tartották magasan, a termékek széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhetünk meg. Előre tekintve, a keresletoldali inflációs nyomás a következő hónapokban is alacsony maradhat, ám a kínálati kapacitások gyenge bővülése miatt ennek árleszorító hatása korábbi becsléseinknél kisebb lehet. Ezzel összhangban a magas olajárak és a kibontakozóban lévő élelmiszerár-sokk romló inflációs folyamatokat vonhat maga után. Ezt a hatást az erősebb árfolyam tompíthatja.

### 3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései az év eleji emelkedést követően csökkentek. A mérséklődéshez az erősödő árfolyam, az idei év első felére jellemző alacsonyabb olajárak és a visszafogott növekedést mutató rezsiköltségek is hozzájárulhattak. A csökkenés ellenére a lakosság inflációs érzékelései továbbra is magas szinten tartózkodnak (3-44. ábra). 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. A várakozások az év első felében a visszafogott belföldi kereslettel összhangban csökkentek. Az elmúlt hónapban megfigyelt emelkedést a nyersanyagárak emelkedése magyarázhatja (3-45. ábra).

3-4. keretes írás

Az élelmiszerárak begyűrűzése a fogyasztói árakba

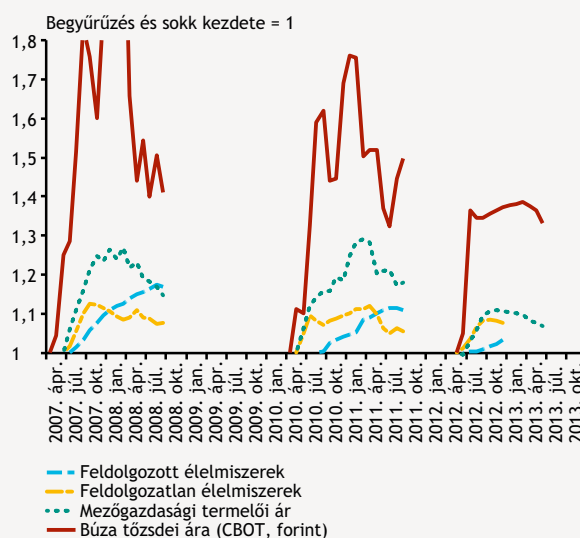
A kedvezőtlen időjárási viszonyok következtében a globális mezőgazdasági terméseredmények idén lényegesen elmaradtak a várakozásoktól. Ennek hatására júliusban az élelmiszer-nyersanyagok ára jelentősen drágult a tőzsdéken, és azóta is magas szinten maradt. A főbb exportőr országoktól beérkező termésmorfóriák a búza és különösen a kukorica esetében a vártnál érdemben gyengébbek. Magyarországon a búza esetében némileg kedvezőbb a kép, a termés csak kismértékben marad el a tavalyitól. Ugyanakkor a kukoricatermés drasztikusan, mintegy negyedével elmaradhat a 2011-estől. A búza esetében néhány nap alatt mintegy 30-40 százalékos áremelkedés következett be a nemzetközi piacokon, míg a kukorica ára dollárban számítva már a 2007-2008-as rekordszinteket is meghaladja. A terméseredmények és a tőzsdei árak alapján 2007-2008 és 2010-2011 után újabb élelmiszerárak van kibontakozóban.

A korábbi tapasztalatok szerint az élelmiszerárak először a mezőgazdasági termelői-árindexben jelennek meg, illetve lényegében ezzel egy időben a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói árát is emeli. A feldolgozatlan élelmiszerek árszintje jellemzően ősz elején tetőzik, majd többhavi stagnálás után egy esetlegesen kedvezőbb következő évi termés betakarításával indulhat be erőteljesebb mérséklődés. A feldolgozott élelmiszerek áraiba a nyersélelmiszerek áremelkedése késve, az őszi hónapokban kezdhet begyűrűzni, és az árak hosszabb ideig, a következő termés betakarításáig markáns emelkedést mutathatnak (3-46. ábra).

Az élelmiszerárak alakulását régiós összehasonlításban tekintve az tapasztalható, hogy a nyersanyagok drágulása általában nagyobb mértékben jelent meg a hazai fogyasztói árakban, mint a többi ország esetében, illetve a sok kifizését követő mérséklődés is enyhébbnek bizonyult (3-47. ábra). Bár a sok egyelőre kisebbnek tűnik a korábbiaknál, ezzel együtt is komoly infláció-emelő hatással járhat. Emellett a kedvezőtlen mezőgazdasági termés negatívan járhat hozzá a hazai GDP növekedéséhez is. A tőzsdei árak alapján a mostani élelmiszerárak a 2010-11-esnek mintegy kétharmada lehet, ennek megfelelően az inflációs hatás is mérsékeltebbnek bizonyulhat. Alap-előrejelzésünkben arra számítunk, hogy míg 2011-ben az élelmiszerárak az inflációhoz mintegy 1,5 százalékponttal járultak hozzá, addig a 2013-as fogyasztóiár-indexet ennél csekélyebb mértékben, nagyjából 1,0 százalékponttal emelhetik.

3-46. ábra  
Élelmiszerárak begyűrűzése a 2007-2008, 2010-2011 és 2012-2013 időszakban\*

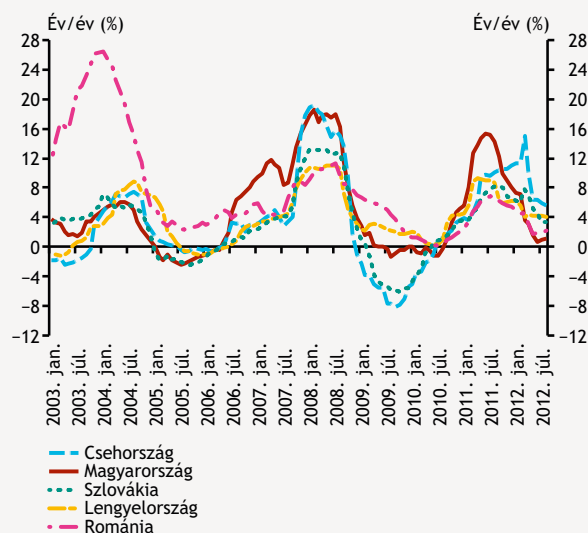
(szezonálisan igazított adatok, 2012. szeptembertől előrejelzés)



\* A tőzsdei ár 2012. szeptembertől változatlan forint/dollár árfolyammal számolva.

3-47. ábra  
A feldolgozott élelmiszerek áremelkedése a régióban

(áfaszürt éves változások, HICP-adatok alapján, 2003. január-2012. augusztus)



# 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

## 4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

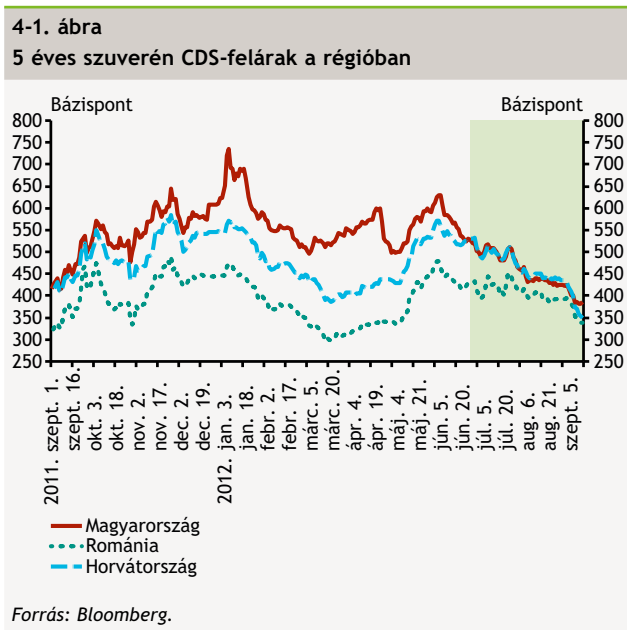
2012. június vége óta Magyarország kockázati megítélése jelentősen javult, amihez elsősorban a nemzetközi befektetési környezet érdemi javulása járult hozzá. Mindez főként az eurozóna válságkezelésében történt előrelépéshez, valamint az amerikai jegybank mennyiségi lazítási programjának kibővítéséhez volt köthető. Kockázati megítélésünk országspecifikus komponensében csak kisebb és változó irányú elmozdulást tapasztalhattunk, amit leginkább az IMF-tárgyalásokkal, valamint a 2013-as költségvetési tervvel kapcsolatos legújabb fejlemények befolyásoltak. Összességében mindez pozitív hatással volt a hazai eszközárakra és a forint árfolyamára is: utóbbi összességében 3 százalékkal erősödött az elmúlt három hónapban, bár ezzel kissé alulteljesítette a régiós összehasonlítás alapjául szolgáló zloty árfolyammozgását. Ezzel párhuzamos CDS- és devizakötvény-feláraink is jelentősen, 100-150 bázisponttal mérséklődtek, bár a vizsgált időszak végén kissé elszakadtunk a régiós tendenciáktól negatív irányba. Forint állampapírok referenciahozamai is jelentősen csökkentek, míg a külföldiek állampapír-állománya újabb rekordszintre, 4700 milliárd forint fölé emelkedett. Ezzel a nem rezidens piaci szereplők már a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják.

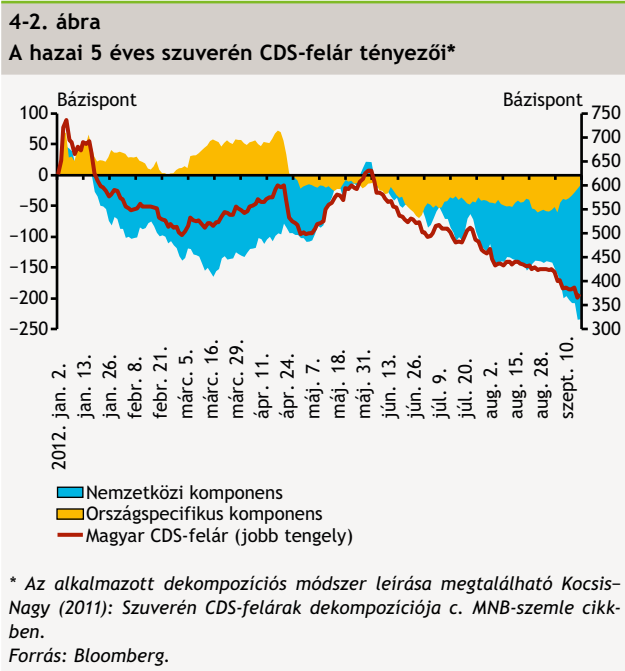
### 4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

Az elmúlt három hónapban Magyarország kockázati megítélése jelentősen javult. Ehhez elsősorban a nemzetközi befektetési környezet érdemi javulása járult hozzá. Kockázati megítélésünk országspecifikus komponensében ettől eltérő tendenciákat tapasztalhattunk: míg augusztus végéig minimális javulás történt, addig az azóta eltelt időszakban a hazai tényezők enyhén negatív irányba befolyásolták a folyamatokat.

A nemzetközi környezet nagyfokú javulása nagyrészen az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos fejleményekhez volt köthető. A június végi EU-csúcson több olyan intézkedés került elfogadásra, amely mérsékelte a perifériaországokra, valamint bankrendszereikre nehezedő piaci nyomást. Tovább javította a hangulatot az Európai Központi Bank új kötvényvásárlási programjának szeptember eleji elindítása is. Emellett az amerikai jegybank mennyiségi lazítási programjának kibővítése szintén hozzájárult a kockázatvállalási hajlandóság növekedéséhez. Ugyanakkor a reál gazdasági kilátások romlása, valamint Görögország és Spanyolország fiskális helyzetével kapcsolatos aggodalmak ellentétes irányban hatottak, bár hatásuk mérsékelt volt.

A kedvező globális hangulatban a kockázatos eszközök felárai csökkentek, különösen nagymértékű volt az eurozóna perifériaországok állampapírhozamainak és CDS-felárainak



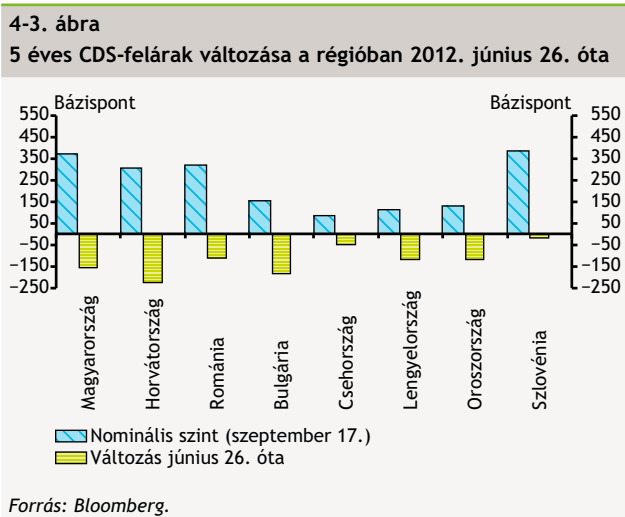


mérséklődése. Ezzel párhuzamosan a részvénypiaci indexek érdemi növekedést mutattak fel, míg a legfőbb kockázati mutatók (deviza- és részvénypiaci volatilitásmutatók, kompozit felárak) többsége sokéves mélypontjára került.

Az országspecifikus események hatása ennél jóval kisebb mértékű volt. CDS dekompozíciós módszertanunk (4-2. ábra) eredményei szerint a jegybanktörvény júliusi elfogadása, valamint az ennek eredményeképpen meginduló IMF tárgyalások inkább pozitívan járultak hozzá hazánk kockázati megítéléséhez. Ugyanakkor az időszak legnagyobb részében az országspecifikus komponens inkább stagnált, míg szeptember első felében, az IMF-tárgyalásokkal, valamint a 2013-as költségvetéssel kapcsolatos bizonytalanságok Magyarország relatív megítélésének kismértékű romlását eredményezték.

Az 5 éves magyar CDS-felár az időszak eleji 522 bázisponttól az időszak végéig 370 bázispontos szint közelébe csökkent. A hazai felár augusztus végéig lényegében együtt mozgott a hasonló kockázatú régiós országok feláraival, míg szeptemberben kissé elszakadt azoktól: Horvátország, Szlovénia és Románia felárai is nagyobb mértékben csökkentek ebben az időszakban (4-3. ábra).

Jelentős mértékben esett a magyar devizakötvények német hozamokhoz viszonyított felára: futamidőtől és devizanemtől függően a 100-150 bázispontos mérséklődés volt tapasztalható (4-4. ábra).

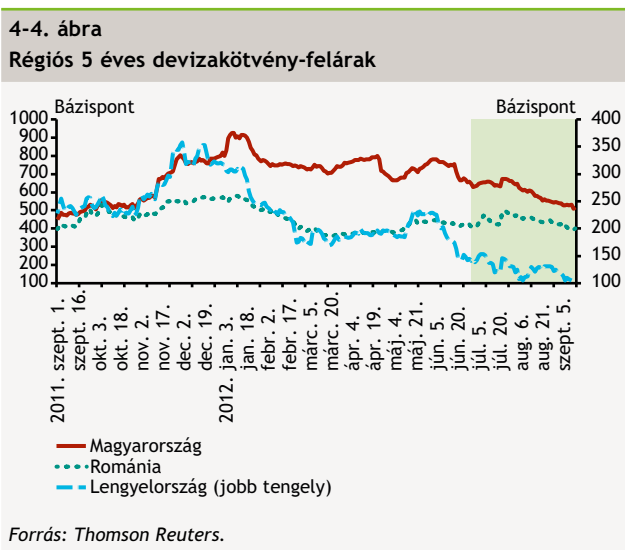


### 4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint/euro árfolyam mozgását is inkább a nemzetközi hangulat befolyásolta az elmúlt három hónapban. A hazai események közül inkább csak az IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos hírek és nyilatkozatok hatottak érdemben. Így a forint-árfolyam többnyire együtt mozgott a referenciál szolgáló lengyel zloty árfolyamával, míg szeptember elejétől kissé elszakadt egymástól a két deviza. Ez alapján a június végi szintjeiről mintegy 5 százalékat erősödve a forint árfolyama a 275-ös szint alá csökkent az euróval szemben, majd innen volatilis kereskedést követően a vizsgált időszak végére 280-as szint fölé gyengült. Ez összességében közel 3 százalékos erősödést jelent az elmúlt három hónapban (4-5. ábra).

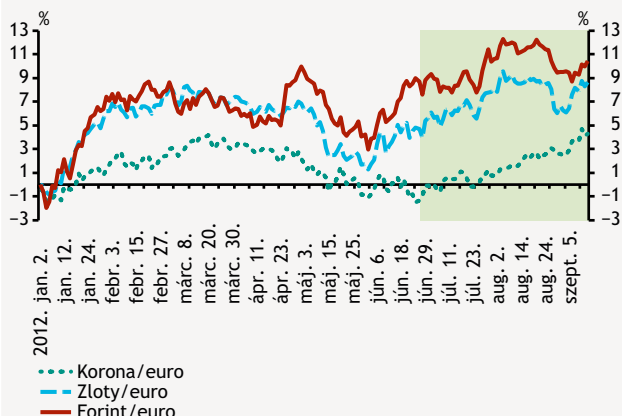
A forint erősödésével párhuzamosan a devizapiaci opciós jegyzésekből számított előre tekintő kockázati mutatóink is javulást mutattak (4-6. ábra).

Bár az időszak legnagyobb részében a hazai FX-swap piacot nyugodt, kiegyensúlyozott kereskedés jellemezte, június végén rövid időre érdemi feszültségek alakultak ki a hazai



4-5. ábra

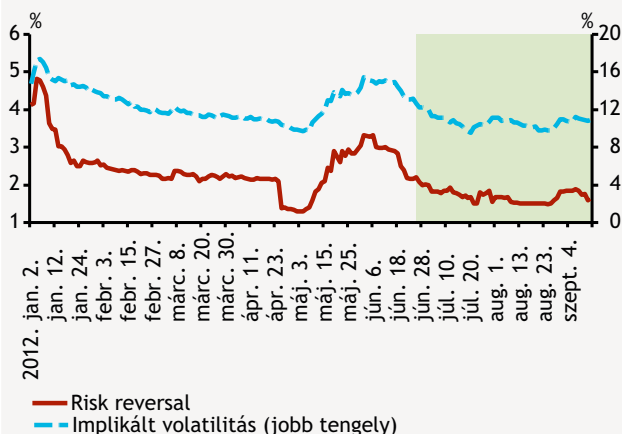
Régiós devizaárfolyamok alakulása\*



\* Év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

4-6. ábra

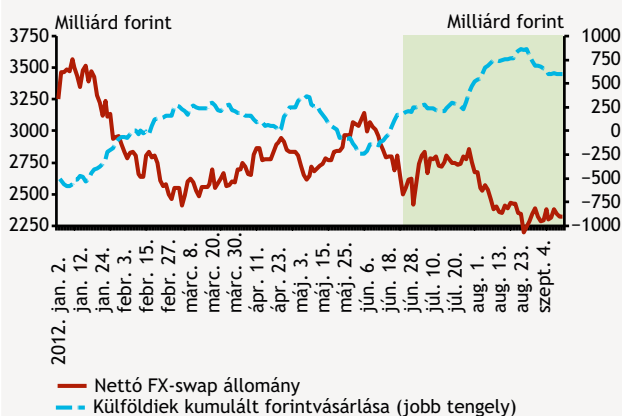
A forint árfolyamának 1 hónapos implikált volatilitása és a risk reversal



Forrás: Bloomberg.

4-7. ábra

A külföldi szereplők nettó forint-deviza swapállománya és kumulált forintvásárlása\*



\* Külföldiek kumulált forintvásárlása: 2010. január 4. = 0.  
Forrás: MNB.

swappiac rövid szegmensében. A piaci szereplők egy része átmeneti időre értékesítette rövid futamidejű forintszkőzeit (főként MNB-kötvény-állományát) és a megszerzett forintlikviditást a hazai FX-swap piacon helyezte ki, amely a rövid futamidejű ügyletek implikált forinthozamainak nagymértékű csökkenését eredményezte. Hó vége elmúltával ez a feszültség gyorsan korrigálódott és rövid futamidejű swapügyletek felárai is jelentősen mérséklődtek.

A hosszabb futamidejű ügyletek árazására a fenti folyamatoknak nem volt érdemi hatásuk, így a 3-6 hónapos felárak lassú ütemben tovább mérséklődtek az elmúlt három hónapban.

Az FX-swap piacon a külföldi szektor nettó pozíciója érdemben, mintegy 300 milliárd forinttal csökkent, ami szinte teljes mértékben a devizalikviditás-kihelyező swapállomány csökkenéséhez volt köthető (4-7. ábra). Ennek háttérben két ellentétes folyamat állhat: míg a forintárfolyam kedvező irányú elmozdulása az állomány csökkenését eredményezte, addig a nem rezidens szereplők nettó forintszkőz- (elsősorban állampapír-) vásárlása a devizalikviditás-kihelyező swapállomány növekedését okozhatta. A külföldiek forintlikviditás-kihelyező állománya – jelentős ingadozások közepette – összességében alig változott a vizsgált időszakban.

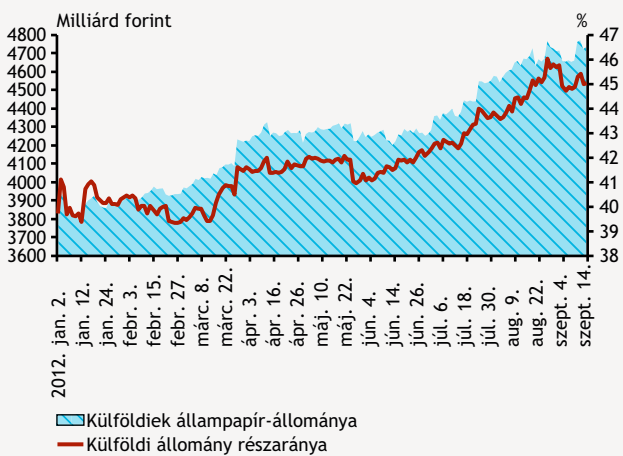
### 4.1.3. ÁLLAMPAPÍR-PIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Az elmúlt hónapok elsődleges állampapír-kibocsátásait fokozott befektetői érdeklődés övezte. Az ÁKK legtöbb diszkontkincstárjegy- és kötvényaukción jelentős túlkereslet és fokozatosan csökkenő hozamszint mellett keltek el a felajánlott papírok. Az adósságkezelő több esetben emelte a meghirdetett képest az elfogadott mennyiséget, míg a felajánlott mennyiségek visszavágására csak elvétve volt példa. A piaci érdeklődés leginkább a közepes futamidejű államkötvények iránt élénkült meg az elmúlt időszakban.

Június vége óta tovább folytatódott a külföldi szereplők állampapír-állományának növekedése: a szektor közel 500 milliárd forintos nettó vásárlása után teljes állományuk 4700 milliárd forint fölé növekedett. Ezzel a nem rezidens piaci szereplők már a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják (4-8. ábra).

A kedvező piaci hangulat az állampapír-piaci hozamok alakulásában is jól tükröződött: június vége óta az állampapír-piaci hozamok fokozatosan mérséklődtek, futamidőnként eltérő mértékben és volatilitással. A hozamgörbe eleje, a 3 hónapos kincstárjegyek hozama közel 50 bázisponttal csökkent, nagyjából összhangban a jegybanki alapkamatra

**4-8. ábra**  
Külföldiek állampapír-állománya

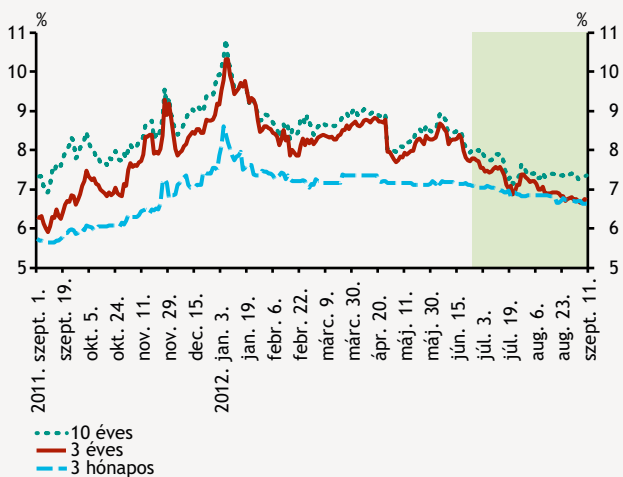


Forrás: MNB.

vonatkozó várakozásokkal. Legnagyobb esést a görbe közepén tapasztaltunk, a hároméves referenciahozam mintegy 110 bázisponttal 6,7 százalékra esett. A hosszabb futamidejű papírok esetében ennél kisebb, 60-70 bázispontos mérséklődés volt érzékelhető. 10 éves futamidejű államkötvényhozamunk ezzel 7,3 százalék körüli szinten áll (4-9. ábra).

A pénzpiacon a kamatvárakozásokat tükröző forward kamatmegállapodások jegyzései is lefelé tolódtak, ennek eredményeként az alapkamat további fokozatos csökkenését árazza jelenleg a piac.

**4-9. ábra**  
Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK.

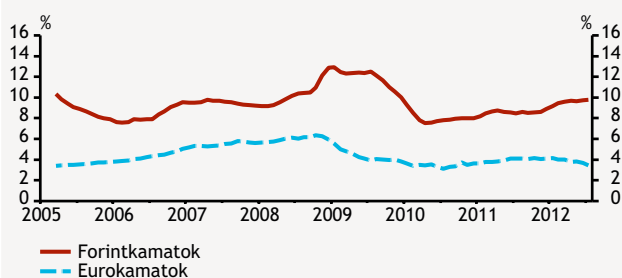


## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A hitelezési feltételekben vegyes kép rajzolódik ki a hitelezési felmérés alapján:<sup>7</sup> a háztartási szegmensben némi korrekció történt a korábbi széles körű szigorításokban, míg a vállalati szegmensben folytatódnak a szigorítások. A vállalati hitelek forintkamata kismértékben emelkedett, míg az eurohiteleké csökkent 2012 áprilisa és júliusa között. A háztartási szegmensben belül a jelzáloghiteleknél a kamatemelkedés megtorpant, ugyanakkor a kamatszint továbbra is rendkívül magas, ami tükröződik a mélyponton lévő új kihelyezésekben is. Az egyéves állampapírhozam alapján számolt egyéves reálkamat enyhén tovább mérséklődött az állampapírhozamokban folytatódó mérséklődés következtében.

4-10. ábra  
A vállalati simított kamatok alakulása devizanem szerinti bontásban\*

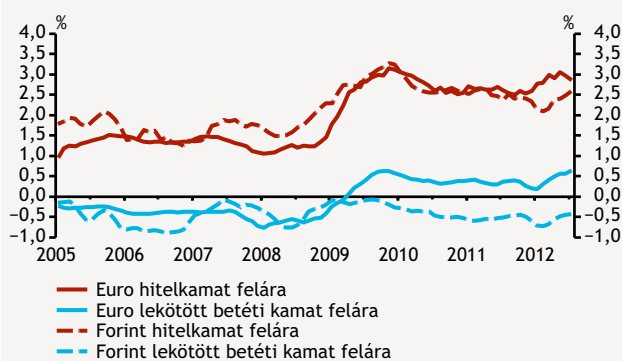
(2005. március–2012. július)



\* A havi kamata adatok 3 havi mozgó átlaga.  
Forrás: MNB.

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

(2005. január–2012. július)



\* A felárak a 3 hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgó átlaga.  
Forrás: MNB.

### 4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A vállalati forinthitelek 3 havi mozgó átlaggal simított kamata kismértékben emelkedett, az áprilisi 9,7 százalékról júliusra 9,8 százalékra (4-10. ábra). Mindez a bankközi kamat (3 hónapos BUBOR) 0,1 százalékpontos csökkenése mellett ment végbe, így összességében a bankközi kamat feletti felár 2,4 százalékpontból 2,6 százalékpontra emelkedett. Az euro alapú hitelek esetében csökkent a kamatszint, mégpedig 3,8 százalékról 3,5 százalékra. A bankközi kamatláb (3 hónapos EURIBOR) eközben szintén csökkent, így a kamatfelár továbbra is 2,9 százalékpont körül mozog (4-11. ábra).

2012 második negyedéve során tovább szigorodtak a vállalati hitelfeltételek. A bankok nettó értelemben<sup>8</sup> vett mintegy 30 százaléka jelzett szigorítást a nagy- és közepes vállalatok, illetve a kis- és mikrovállalatok esetében egyaránt, amely az előző negyedévi adatokhoz képest nagyobb arány. A következő félévben a vállalati hitel-feltételek további szigorodása várható a banki válaszok alapján. A válaszadók a hitelfeltételek szigorodását elsősorban a gazdasági kilátásokkal és iparág-specifikus problémákkal magyarázták. A gyengülő hitelezési képesség szerepe csökkent az előző negyedévhez képest, sőt a likviditási helyzet már a hitelezési feltételek enyhítésének irányába mutat.

### 4.2.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDIÓK

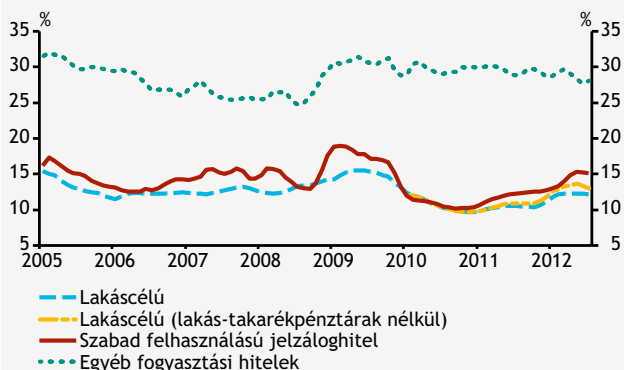
A jelzáloghitel-ügyleteknél a 2011 végén és 2012 első negyedévében megfigyelt kamatemelkedés megállt. A lakáscélú hiteleknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) 12 százalékos szint körül ala-

<sup>7</sup> [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi\\_stabilitas/mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres/mnbhu-hitelezesi-felmeres-201208/SLO\\_201208\\_hu.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/mnbhu_hitelezesi_felmeres/mnbhu-hitelezesi-felmeres-201208/SLO_201208_hu.pdf)

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

#### 4-12. ábra A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége\*

(THM, 2005. január–2012. július)

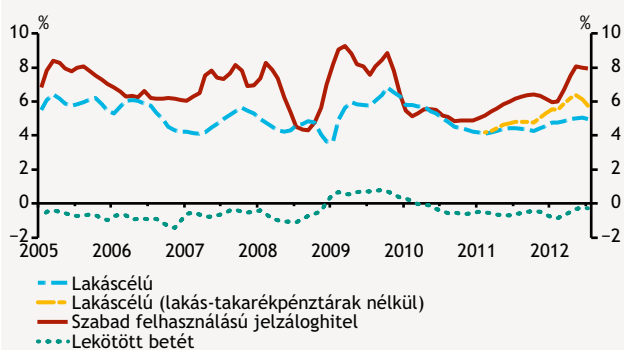


\* 3 hónapos mozgó átlaggal simított. 2009 előtt a forint alapú jelzálog-hiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB.

#### 4-13. ábra A 3 hónapos BUBOR feletti simított kamatfelár\*

(2005. január–2012. július)



\* 3 hónapos mozgó átlaggal simított. 2009 előtt a forint alapú jelzálog-hiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB.

kult 2012. április és július között (4-12. ábra), amely 5 százalékos BUBOR feletti kamatfelárnak felel meg (4-13. ábra). Ezzel szemben a hagyományos kereskedelmi banki konstrukciónál (lakás-takarékpénztárak nélkül) a THM 13,5 százalékról 12,9 százalékra, a kamatfelár 6,2 százalékról 5,9 százalékra csökkent. Ezen hitelköltségek azonban továbbra is rendkívül magasnak tekinthetők, amely tükröződik a mélyponton lévő új kihelyezésekben is.

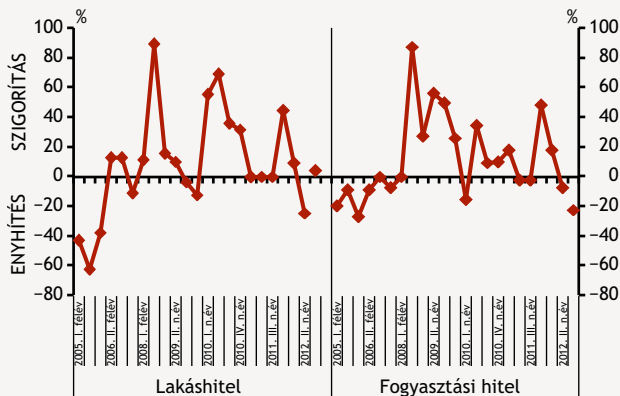
A fogyasztási hitelekben belül a szabad felhasználású jelzáloghitelknél 15 százalék körüli szinten állt meg a korábbi kamatemelkedés, aminek következtében a kamatfelár az áprilisi 7,5 százalékponttól júliusra 7,9 százalékpontra növekedett. A fedezetlen fogyasztási hiteleknel a kamatláb tovább csökkent az áprilisi 29 százalékról 28 százalékra 2012 júliusában (4-12. ábra), mely elsősorban az áruhitelket érintette.

A lakáshitelek esetében a magas kamatszintben az állami kamattámogatás hozhat némi csökkenést, amely öt éven keresztül, évente fokozatosan csökkenő mértékben kamattámogatást biztosít az adós számára. A programot július közepén módosították, mégpedig a maximálisan felszámítható kamat mértékét emelték, vonzóvá téve így a konstrukciót az első félévben passzív bankok számára. Ennek következtében a maximálisan kivethető kamat mintegy 13 százalékra emelkedett, amelyből az ügyfél a kamattámogatással csökkentett részt fizeti öt éven át, ami kezdetben (az első évben) 9 százalék körül alakul, míg a kamattámogatás vége felé is 10-10,5 százalék körül alakul.

Az előző hitelezési felmérésben bemutatott várakozásoknak megfelelően, a lakáshitelek esetén a bankok nettó értelemben vett 25 százaléka, míg a fogyasztási hiteleknel 7,5 százaléka enyhített a hitelezési feltételeken (4-14. ábra). Az enyhítések elsősorban a magasabb megengedett jövedelemarányos törlesztőrészletben és hitelfedezeti mutatóban (LTV) jelentkeztek. Ezzel némi korrekció történt a 2011 végén tapasztalt széleskörű szigorításokban. Ugyanakkor a bankok várakozásai alapján 2012 második felében csak a fogyasztási hitelek esetén várható további korrekció.

4-14. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben\*



\* A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válasza alapján.

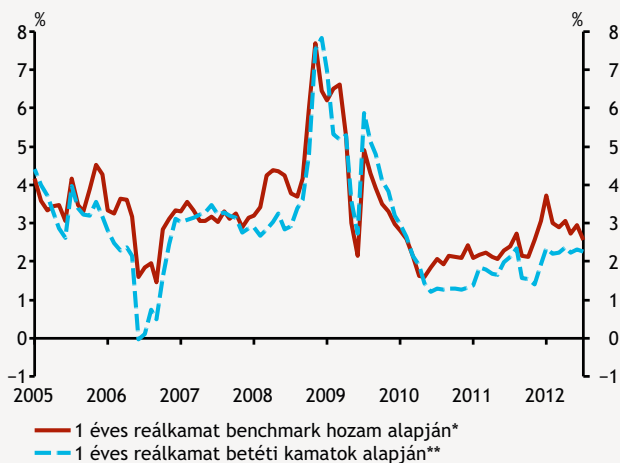
### 4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

A legutóbbi inflációs jelentés óta az állampapírhozam alapján számított 1 éves reálkamat tovább mérséklődött: a 2012. májusi 2,7 százalékos szintről júliusra 2,6 százalékra (4-15. ábra). A változás elsősorban az egyéves állampapírhozam folytatódó csökkenésének volt tulajdonítható, miközben az inflációs várakozások alig változtak. A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból számított reálkamatláb a vizsgált időszakban nem változott érdemben, továbbra is 2,3 százalékos szint körül alakult. A reálkamat szintje továbbra is magasabb az utóbbi két év átlagánál, azonban historikusan alacsonynak tekinthető.

4-15. ábra

Előre tekintő reálkamatlábak alakulása

(2005. január–2012. július)



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

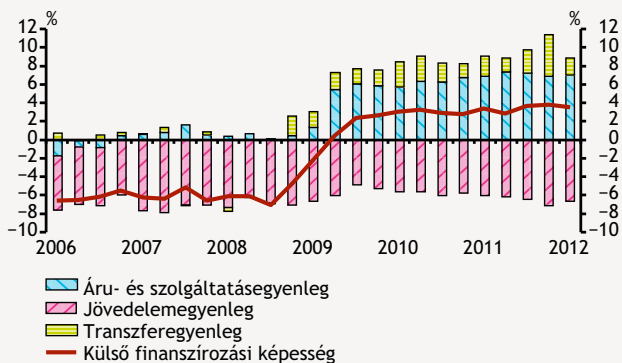
\*\* Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

# 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

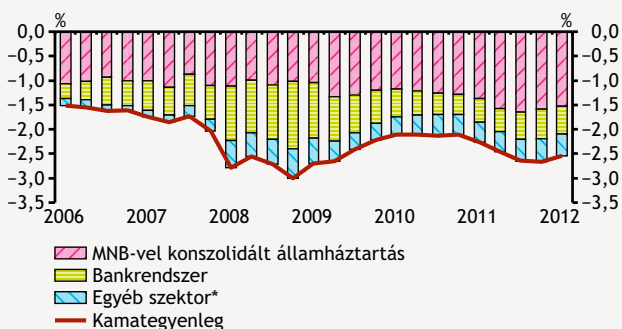
A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete kismértékben csökkent 2012 első negyedében, a GDP közel 3,5 százalékát tette ki. A mérséklődésben döntően a csökkenő mértékű EU-transzfer-felhasználás játszott szerepet. Ezzel szemben a pénzügyi mérleg oldaláról számolt mutató kismértékű finanszírozási igényt jelzett. A külső finanszírozás szerkezetét tekintve tovább folytatódott az adósság típusú források kiáramlása és a nem adósságtípusú források beáramlása. Az első negyedévben külső adósságmutatóink további korrekcióját figyelhettük meg, amit a folytatódó forráskiáramlás mellett az árfolyam erősödése is támogatott. A részlegesen rendelkezésünkre álló második negyedéves adatok a külső egyensúlyi többlet további emelkedésére utalnak, amivel párhuzamosan folytatódhatott a források kiáramlása is.

**5-1. ábra**  
A külső finanszírozási képesség tényezőinek alakulása\*  
(szezónálisan igazított, GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év-2012. I. n.év)



\* Az idősorok szezónálisan igazítása direkt igazítással készült, így a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

**5-2. ábra**  
Az egyes szektorok külföldi kamategyenlege  
(GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év-2012. I. n.év)



\* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

### 5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

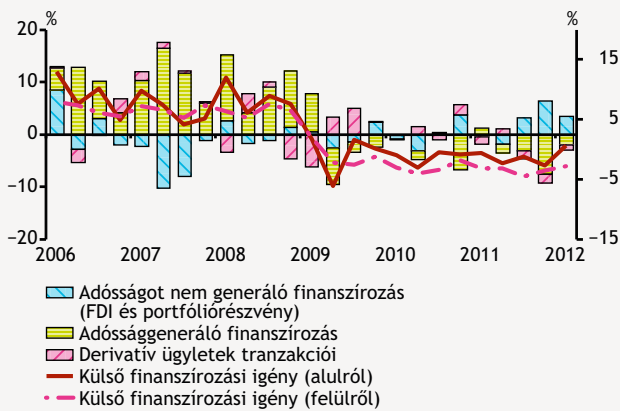
A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége kismértékben mérséklődött az első negyedévben, azonban továbbra is számottevő. A folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg együttes egyenlege a GDP mintegy 3,5 százaléka körül alakult (5-1. ábra). A külkereskedelmi egyenleg aktívuma a lassuló külföldi konjunktúra ellenére is jelentős maradt, melyben így elsősorban a visszafogott belföldi kereslet hatása tükröződhetett. A második negyedévben a nettó exportot a külkereskedelmi adatok alapján már a gyorsuló járműipari termelés és a kiskereskedelmi értékesítések alapján tovább mérséklődő fogyasztás is érdemben támogathatta.

Eközben a nagyrészt EU-transzferek által befolyásolt transzferegyenlegben jelentős korrekciót tapasztaltunk az első negyedévben, amely elsősorban a folyó transfereket érintette. A negyedik negyedév kiugró, 1,7 milliárd eurót meghaladó értékű nettó EU-transzfer-felhasználást követően a belföldi szereplők mindössze 0,7 milliárd euro uniós forrást használtak fel az első negyedévben.

A transzferegyenlegben tapasztalt visszaesést némileg ellensúlyozta a jövedelemegyenleg hiányának kismértékű csökkenése. Ez döntően a külföldre utalt kamatkidadások mérséklődéséhez köthető. A második negyedévben a jövedelemegyenleg romlásának irányába hatott, hogy a MOL 2009 után ismét fizetett osztalékot, aminek egy része a külföldi tulajdonosokhoz került.

**5-3. ábra**  
**A pénzügyi mérleg alakulása\***

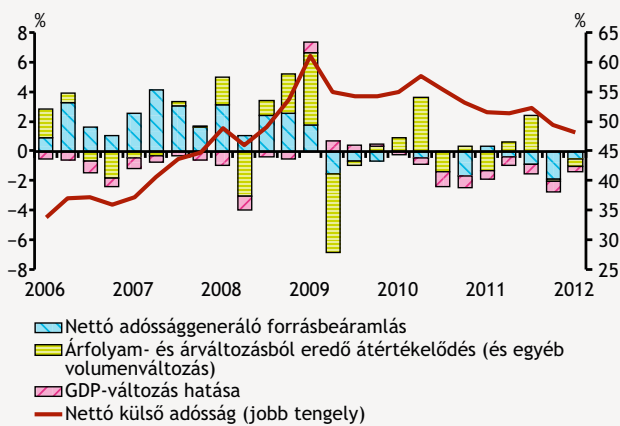
(GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év–2012. I. n.év)



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

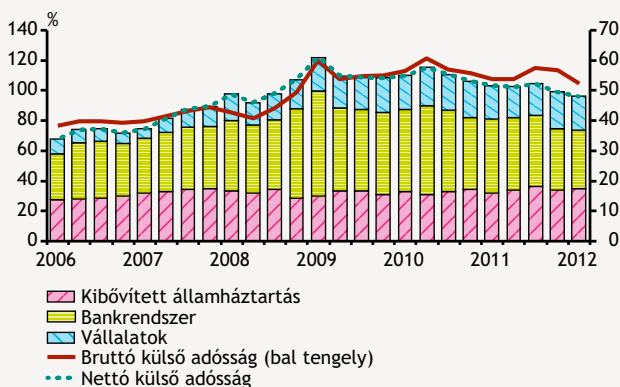
**5-4. ábra**  
**A nettó külső adósság változásának felbontása**

(GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év–2012. I. n.év)



**5-5. ábra**  
**A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása**

(GDP-arányos értékek, 2006. I. n.év–2012. I. n.év)



## 5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

Míg a felülről számított, a reálgazdasági adatokon alapuló mutató szerint az első negyedévben tovább emelkedett a gazdaság külső egyensúlyi többlete, addig a pénzügyi mérlegben szereplő (finanszírozási) adatokból számított mutató minimális finanszírozási igényt jelzett. A fizetési mérleg hibája tehát jelentős volt az első negyedévben, amiben szerepet játszhatott az is, hogy a lakosság külföldi tranzakcióiról csak igen korlátozott információk állnak rendelkezésre (5-3. ábra).

A nem adósság jellegű források (FDI és portfólió részvények) bővülése több mint ellensúlyozta az adósság típusú források nettó kiáramlását. A nem adósság típusú források elmúlt negyedévekben tapasztalt beáramlása döntően a portfólióbefektetésekhez és nem a nettó közvetlentőkebefektetésekhez köthető. Az első negyedév forrásbeáramlását azonban már nem a külföldi követelések korábban jellemző leépülése okozta, hanem a nem rezidensek által tartott részvényállomány emelkedett.

A bankok forráskiáramlása lassult az első negyedévben. A mérsékelt csökkenés egyik magyarázata, hogy a végtörlesztéshez kapcsolódó forráskivonás – mintegy 4 milliárd euro – nagyrészt már az előző negyedévben megvalósult. A lejárat szerkezetben ugyanakkor kedvezőtlen elmozdulás történt: a hosszú lejáratú tartozások csökkenése mellett a rövid lejáratú források emelkedtek. A többi szektort tekintve a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága nem változott érdemben (5-4. ábra). Az állam külső tartozásait egyrészt az IMF-EU hitelek törlesztése, másrészt a jegybank repotartozásainak leépülése is mérsékelte. A szektor nettó külső adóssága azonban nem változott, mivel a devizatartalék is közel hasonló összeggel csökkent. Eközben a vállalatoknál kismértékű forráskivonást tapasztaltunk (5-5. ábra).

Az év elején tovább folytatódott a kockázati megítélésünk szempontjából fontos külső adósságmutatóink mérséklődése. A GDP-arányos bruttó külső adósság 105 százalékra, a nettó külső adósság pedig 48 százalékra süllyedt. A korrekciót a forráskiáramlás mellett az árfolyam is támogatta: a forintárfolyam közel 10 százalékkal erősödött az első negyedévben.

A második negyedévben a külső adósságmutatóink további mérséklődése irányába hatott, hogy folytatódott a külföldi források kiáramlása. A bruttó külső adósság korrekcióját a banki bruttó tartozások gyorsuló leépülése és a lejárat IMF-EU hitelek törlesztése mellett az átértékelődési hatások is segíthették.

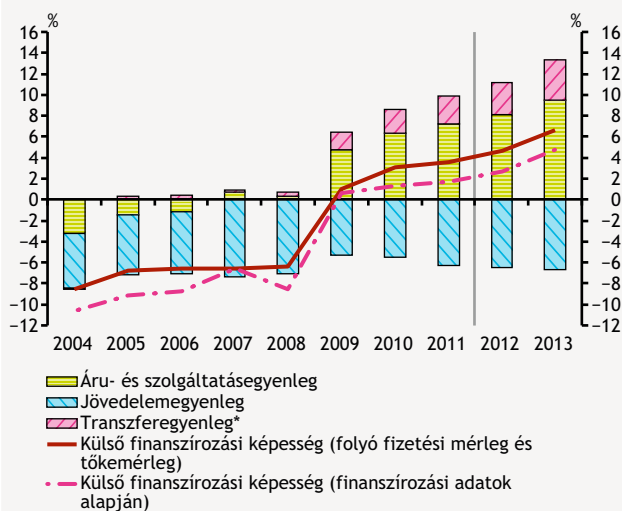
## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozícióinkra

A következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozícióink javulásának hátterében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll, miközben a jövedelemegyenleg emelkedő hiánya a mérséklődés irányába hat. A fokozatosan termelésbe forduló autóiipari beruházások döntő szerepet játszhatnak a nettó export dinamikus bővülésében. Emellett a visszafogott belső kereslet a nyomott importon keresztül szintén hozzájárulhat a magas külkereskedelmi többletkez. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit vizsgálva – a hiánycél elérését feltételező költségvetési kiigazítással számolva – megállapítható, hogy az államháztartás megtakarítói pozíciója javulhat, miközben a magánszektor prognosztizált nettó finanszírozási képessége magas szinten stabilizálódik. A magánszektoron belül, míg a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a következő években az egyszerű tételek kiesésével kismértékben csökkenhet, addig a vállalatok esetében a finanszírozási képesség további emelkedésére számítunk.

5-6. ábra

### A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában)



\* A viszonzatlan folyó átutalások és a tökemérleg egyenlegének összege.

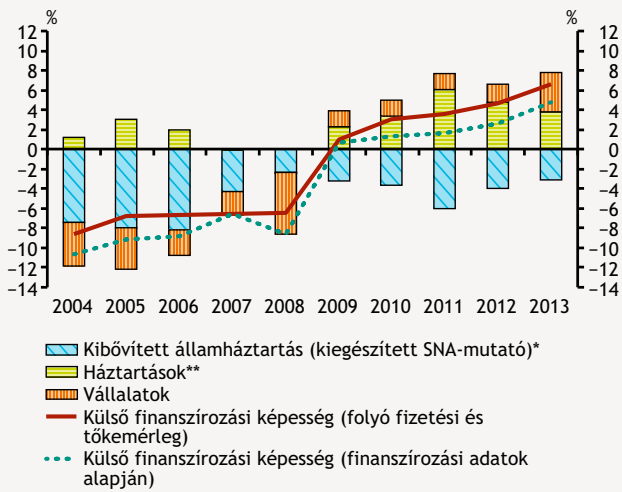
A következő években tovább javulhat a magyar gazdaság megtakarítói pozíciója. A folyó fizetési mérleg és a tökemérleg együttes egyenlege 2012-ben a GDP 5, 2013-ban 7 százaléka közelében alakulhat (5-6. ábra). A külső egyensúlyi pozícióink folytatódó javulásában döntően az emelkedő külkereskedelmi egyenleg játszik szerepet. A nettó export a romló külső kereslet ellenére a teljes előrejelzési horizonton magasan tartja a külső egyensúlyi többletet. Mind a nagy autóiipari beruházások, mind a gazdaság visszafogott belső kereslete támogatja ezt a folyamatot. Ugyanakkor 2013-ban a külső kereslet elmaradhat az előző előrejelzésben felvázolttól, mely a korábbi előrejelzésünkénél alacsonyabb, de továbbra is számottevő külső finanszírozási képesség irányába hat.

A külső egyensúlyi pozícióink javulását mérsékli, hogy a jövedelemegyleg lassú, de fokozatos romlására számítunk a következő években. Ugyanakkor az előző inflációs jelentéshez képest a kedvezőbb jövedelemegyleg irányába mutat, hogy csökkentek az eurohozamok, így a külföldre utalt jövőbeli kamatkidadások is mérséklődhetnek.

Az EU-transzferek a következő években is számottevően hozzájárulhatnak az ország nettó finanszírozási képességéhez. A beérkező alacsonyabb tényadatok hatására ugyanakkor kismértékben lefelé módosítottuk prognózisunkat.

A várható megtakarítási folyamatokat a szektorok oldaláról vizsgálva elmondható, hogy a magánszektor magas szinten stagnáló pozíciója mellett az államháztartás mérséklődő

**5-7. ábra**  
**A szektorok finanszírozási képességének alakulása**  
 (GDP arányában)



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

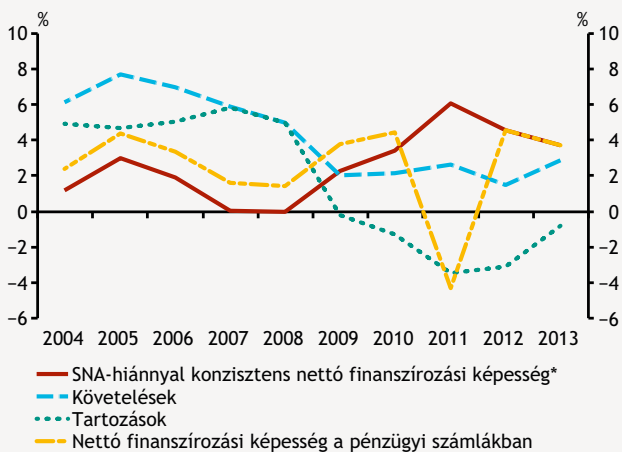
hiánya a nettó finanszírozási képesség emelkedését vetíti előre (5-7. ábra).

A lakosság nettó pénzügyi megtakarításai az egyszeri tételek kiesésével és a hitelezés beindulásával párhuzamosan kismértékben mérséklődhetnek. A háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit továbbra is érdemben befolyásolja a magas adósságállomány miatti mérlegalkalmazkodás. A kamattámogatási program ugyan élénkítheti a hitelfelvételt, azonban a kedvezőtlen konjunkturális kilátások miatt nem számítunk jelentős élénkülésre a hitelezési aktivitás tekintetében (5-8. ábra).

A vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója tovább emelkedhet, melyben elsősorban a visszafogott beruházási aktivitás tükröződhet. A várhatóan növekvő EU-transzferfelhasználás nemcsak a transzferegyenleget, hanem a vállalatok pénzügyi pozícióját is javíthatja.

A legfrissebb előrejelzésünk szerint a gazdaság külső egyensúlyi többlete tovább emelkedhet, azaz folytatódhat a külföldi források kiáramlása. A külső egyensúly javulása tehát a külső sebezhetőségi indikátorok csökkenésében is tükröződhet. A kockázati megítélésünk szempontjából fontos adósságmutatók csökkenését az erősebb árfolyam is támogathatja.

**5-8. ábra**  
**A háztartások nettó finanszírozási képességének alakulása**  
 (GDP arányában)



\* Nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait.

## 5.3. Költségvetési folyamatok

2012-ben összességében továbbra is szigorú költségvetési gazdálkodásra számítunk, a hiány előrejelzésünk szerint csak enyhén haladja meg a kormányzati célt.<sup>9</sup> Az elmúlt negyedévben bejelentett intézkedések ugyanakkor jelentős mértékű lazítást eredményeztek a 2013-as költségvetési egyenlegben. A júniusban benyújtott és előrejelzésünkben bemutatott költségvetési törvényjavaslathoz képest a GDP 1 százalékát meghaladó kiengedésről dönthet az Országgyűlés. Amennyiben a kormány nem teremti meg az intézkedések költségvetési fedezetét, a jövő évi hiány a GDP 3,5-4 százaléka között alakulhat. Mivel a költségvetési egyensúly ilyen mértékű romlása ellentétben áll a kormány hiánycélokkal szembeni elkötelezettségével és a költségvetési fegyelemre vonatkozó uniós szabályokkal; ezért előrejelzésünkben egy, Magyarország konvergenciaprogramjában megfogalmazott kormányzati szándékokkal konzisztens, technikai feltételezéseken alapuló hipotetikus költségvetési kiigazítást feltételeztünk. Számításaink szerint 1,4 százalékos GDP-arányos költségvetési kiigazítással a jövő évi hiány a GDP 2,4 százalékára mérsékelhető.

### 5.3.1. A JÚNIUSI INFLÁCIÓS JELENTÉST KÖVETŐEN BEJELENTETT KORMÁNYZATI INTÉZKEDÉSEK

A júniusi inflációs jelentésben 2012–2013-ra a hiánycélokat enyhén meghaladó, rendre 2,7 és 2,4 százalékos eredmény-szemléletű hiányt vetítettünk előre.

A 2012-es előrejelzésünk nem változott érdemben. A makrogazdasági és költségvetési folyamatok, illetve az idei évet érintő intézkedések hatására a hiány enyhén, a GDP 0,1 százalékpontjával 2,8 százalékra emelkedett.

2013-ra azonban az időközben bejelentett intézkedések jelentős költségvetési kiengedést eredményeztek. Számításaink szerint a kormány elmúlt hónapokban – a júniusi inflációs jelentés információs bázisához képest – bejelentett intézkedéseinek *nettó hiánynövelő hatása*<sup>10</sup> a GDP 1,4 százalékára tehető (5-1. táblázat).

A *munkahelyvédelmi akcióterv* teljes hatását a GDP 0,8 százalékára becsüljük, azaz másodkörös hatások nélkül ennyivel csökkenhet az eredmény-szemléletű költségvetési bevétel.<sup>11</sup> A csomag egyrészt célzott járulékkedvezmények-

<sup>9</sup> Elemzésünkben a költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezzük.

<sup>10</sup> Nettó hiányhatás alatt azt értjük, hogy számításainkban figyelembe vettük az intézkedések adó- és járulékbefutásokra gyakorolt elsődleges hatásait is. A nettó hiányhatás ugyanakkor nem tartalmazza az intézkedések makrogazdasági hatásai miatti, úgynevezett másodkörös költségvetési hiányhatásokat.

<sup>11</sup> Az intézkedéscsomag egyenleghatásának becslése igen bizonytalan, mivel az adó- és járulérendszerben bekövetkezett jelentős változtatásoknak a vállalatok és munkavállalók viselkedésére gyakorolt hatását nehéz megbecsülni.



## 5-1. táblázat

A júniusi inflációs jelentés megjelenését követően bejelentett költségvetési intézkedések becsült hatása\*

(milliárd forint; GDP százalék)

Új intézkedések	Mrd Ft	GDP %
<b>A) Munkahelyvédelmi akcióterv</b>		
Célzott kedvezmények	-99	-0,3
Kisadózók tételes adója	-40	-0,1
Kisvállalati adó	-144	-0,5
Bérekompensáció-kedvezmény	40	0,1
<b>Egyenleghatás összesen</b>	<b>-243</b>	<b>-0,8</b>
<b>B) Bevételi intézkedések</b>		
Pénzügyi tranzakciós illeték	-203	-0,7
Áfabevételt érintő változások	2	0,0
Jövedékiadó-emelés	47	0,2
Népegészségügyi termékadj	3	0,0
<b>Egyenleghatás összesen</b>	<b>-152</b>	<b>-0,5</b>
<b>C) Kiadások változása</b>		
Gyógyító-megelőző ellátások	30	0,1
Egyéb kiadási előirányzatok változása	39	0,1
Többletkiadás adója és járuléka	-25	-0,1
E-útdíjrendszer beruházási költsége	42	0,1
<b>Egyenleghatás összesen</b>	<b>86</b>	<b>0,2</b>
<b>D) Egyéb hatás</b>		
Bírósági döntés koncesszióról**	40	0,1
<b>Egyenleghatás összesen</b>	<b>40</b>	<b>0,1</b>
<b>Költségvetési hatás összesen (A+B-C+D)</b>	<b>-441</b>	<b>-1,4</b>

\* Az ún. célzott kedvezményeknél csak a versenyszektort érintő hatást vettük figyelembe.

\*\* A 2012. évi távközlési koncessziós eljárással kapcsolatos bírósági döntés következtében azzal számolunk, hogy a 2012-re tervezett bevétel 2013-ban realizálódik.

## 5-2. táblázat

Az egészségügyi csomag addicionális hatása az egyenlegre, júniusi inflációs jelentéshez mért változás

(milliárd forint; GDP százalék)

Új intézkedések	Mrd Ft	GDP %
<b>1) Bevételek változása összesen</b>	<b>48</b>	<b>0,2</b>
Jövedékiadó-emelés	47	0,2
Népegészségügyi termékadj	3	0,0
Áfakulcs (gyógyászati segédeszközök)	-2	0,0
<b>2) Kiadások változása összesen</b>	<b>20</b>	<b>0,1</b>
Gyógyító-megelőző ellátások	30	0,1
Többletkiadás adótartalma	-10	0,0
<b>3) Egyenleghatás összesen (1-2)</b>	<b>28</b>	<b>0,1</b>

kel,<sup>12</sup> másrészt a kis- és mikrovállalatok számára új adórendszerek – a kisvállalati adó és a kisadózók tételes adójának – bevezetésével kívánja célzottan támogatni a munkahelyteremtést. A járulékkedvezmények becslésünk szerint 590-600 ezer főt éríthetnek. A kisvállalati adó bevezetése az eddig bejelentett feltételeknek megfelelő vállalatoknál a foglalkoztatottak mintegy háromnegyedét érítheti. A kisadózók tételes adója becslésünk szerint mintegy 175 ezer céget éríthet, az átlépők több mint fele egyéni vállalkozó vagy a társasági adó hatálya alól kerül ide, kisebb részük az evakorból kerülhet át. Az akcióterv hiánynövelő hatásának becslésekor figyelembe vettük a bérekompensációval összefüggő szociális hozzájárulási adókedvezményről jelentkező megtakarítást is.<sup>13</sup>

A *pénzügyi tranzakciósilleték*-bevételek lényegesen alacsonyabb lesz annál, ami a benyújtott törvényjavaslatban szerepelt. Egyfelől a Bankszövetséggel kötött megállapodás felülről maximálta az egy tranzakcióra kivethető illeték összegét, másfelől a kincstári forgalomra kivett illetékbevételek felülbecsült. Az MNB-re kivett pénzügyi tranzakciós illetéket nem tekintjük tartós hatású egyenleget javító intézkedésnek. Az illeték költsége ugyanis várhatóan megjelenik az MNB eredményelszámolásában, növelve a jegybank veszteségét. Így konszolidált szemléletben az intézkedés már 2013-ban sem javítja a költségvetés fiskális pozícióját, az csak átmeneti finanszírozási forrásnak tekinthető. Továbbá az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság álláspontja szerint ez az adó nem egyeztethető össze a monetáris politikára vonatkozó uniós normákkal. A felsorolt érvekre tekintettel, előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy az MNB-re vonatkozó fizetési kötelezettség nem lép hatályba.

Az *egészségügyet érintő új intézkedések* összességében a GDP 0,1 százalékpontjával javítják az egyenleget a júniusi prognózisunkhoz képest. A gyógyító-megelőző ellátásokra fordított kiadásoknál – a 2012. évi bérrendezés hatásai alapján – már júniusban magasabb kiadással számoltunk, mint a benyújtott törvényjavaslat. A többletkiadások fedezetét az intézkedések nyomán a jövedékiadó-emelésből származó bevétel teremti meg, ami egyenlegjavító hatású.

<sup>12</sup> A kedvezmények öt célcsoportra összpontosítanak: a 25 év alattiak korcsoportjára, az 55 év feletti korcsoportjára, a tartósan munkanélküliek csoportjára, a szakképzetlen munkaerőre, valamint az anyasági támogatásból a munkaerőpiacra visszatérőkre.

<sup>13</sup> Az új járulékkedvezmények a célcsoportoknál részben vagy egészben kiváltják a bérekompensációs rendszerrel összefüggő támogatást, a várható megtakarítást 35 milliárd forintra becsüljük.

5-3. táblázat

A költségvetési és makrogazdasági folyamatok összhatása a 2013. évi ESA-egyenleg előrejelzésünkre

(a GDP százalékában)

	GDP %
Kamat egyenleg változása	0,1
Várható MNB-veszteségtérítés	-0,1
Elsődleges egyenleg változásai (bázishatás, makropálya)	0,0
Együttes hatás az egyenlegre	0,0

### 5.3.2. A MAKROGAZDASÁGI ELŐREJELZÉSSEL KONZISZTENS KÖLTSÉGVETÉSI PÁLYA

A fent bemutatott jelentős költségvetési lazítás nem konzisztens azzal a várakozásunkkal, hogy a kormány elkötelezett a szigorú költségvetési gazdálkodás mellett és teljesíteni kívánja a konvergenciaprogramban vállalt hiánycélját. Ezért makrogazdasági előrejelzésünkben azzal a feltevéssel élünk, hogy a kormányzat a közeljövőben egy új csomaggal ellentételezi a költségvetési lazítást okozó, már bejelentett intézkedéseit. Technikai feltevésünkben ezért egy olyan hipotetikus intézkedéscsomaggal számoltunk, amely csak olyan kormányzati lépéseket feltételez, amelyek megtalálhatóak a konvergenciaprogramban, illetve az abban leírt célokkal összhangban vannak.

A fentebb leírt feltételek alkalmazásával a 2013-ra vonatkozó számszerű egyenleg-előrejelzésünk nem változik, azaz a hiány a júniusi jelentésben bemutatottal megegyezően a GDP 2,4 százalékát teszi ki. A hiány szerkezete viszont kissé módosult, mert a bevételi oldalon érzékelt lazítást felelősségben a kiadásokat csökkentő hipotetikus kiigazítással ellentételeztük.

### 5.3.3. A CIKLIKUSAN IGAZÍTOTT KÖLTSÉGVETÉSI POZÍCIÓ ALAKULÁSA

A 2012-ben megvalósuló jelentős költségvetési kiigazítás hatására a „fundamentális” költségvetési pozíciót leíró, ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg a GDP 3 százaléka alá mérséklődik. A hipotetikus csomag feltételezése mellett 2013-ra a hiánymutató tovább javulhat, elérheti a GDP 2,5 százalékát (5-4. táblázat).

Ez a jelzőszám figyelembe veszi, hogy mekkora egyenlegjavító hatása lehet annak, ha az adóbevételek felzárkóznak az általunk becsült középtávú trendjükhöz, valamint azokat a költségvetési költségeket is tükrözi, amelyek jelenleg az állami vállalati körben kerülnek elszámolásra (pl. közösségi közlekedés).

5-4. táblázat

Államháztartási egyenlegmutatók

(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
ESA-egyenleg*	4,2	-2,8	-2,4
Hipotetikus intézkedéscsomag hatása**	-	-	1,4
Kiegészített SNA-egyenleg	-6,0	-3,4	-3,1
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-0,4	-0,5	-0,5
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	-5,7	-2,8	-2,5

\* Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok teljes törlését feltételeztük.

\*\* A legvalószínűbb makrogazdasági pályából adódó, költségvetés-egyenleg-kiigazítást tartalmazó feltevés.

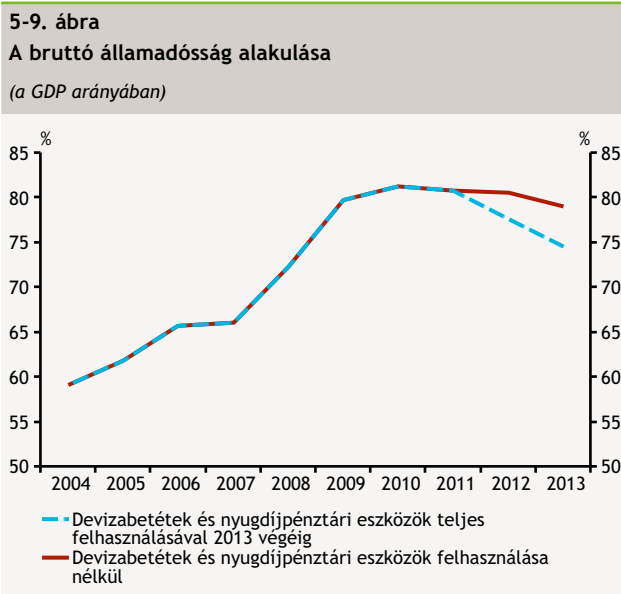
A ciklikusan igazított egyenlegmutatók ugyanakkor nem adnak teljes képet a költségvetés középtávú pozíciójáról. Számos olyan intézkedés (pl. nyugdíjrendszert érintő korábbi lépések), folyamat (pl. saját finanszírozású állami beruházások elkerülhetetlen növekedése) hatása nem tükröződik a strukturális egyenlegmutatóban, amely a költségvetési hiányt a következő években érinti. Emellett az adósság előrejelzési horizonton túli átárazódásából származó várható kamatkiadás-emelkedést sem tükrözik ezek a mutatók. A fenti hatások figyelembevételével további egyenlegjavító intézkedésekre lehet szükség ahhoz, hogy középtávon is fenntartható legyen a fiskális kiigazítás.

### 5.3.4. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA KÖLTSÉGVETÉSI KIIGAZÍTÁS ESETÉN

A változatlan árfolyamon számított GDP-arányos államadósság a 2011. év végi 80,8 százalékos szintjéről két év alatt közel 2 százalékponttal csökkenhet 2012–2013-ban, amennyiben a költségvetési hiány a fent bemutatott pályát követi. Az adósságcsökkenés üteme a hiány mellett nagymértékben függ a finanszírozás módjától, valamint a forintárfolyam alakulásától.

Jelenleg nagy összegű finanszírozási tartalék áll a költségvetés rendelkezésére forint- és devizabetétben, valamint a magánnyugdíjpénztáraktól átvett portfólióban. Amennyiben a költségvetés ezt a finanszírozási tartalékot fenn kívánja tartani, akkor változatlan árfolyam mellett 2012-ben mérsékelten, 2013-ban – a feltételezett költségvetési kiigazítás következtében – nagyobb mértékben csökkenhet az adósságráta; a GDP 79 százaléka körüli adósságot eredményezve az időszak végén. A finanszírozási tartalék adósságcsökkentő célú felhasználása akár további 4 százalékponttal is mérsékelheti az adósságrátát az előrejelzési horizonton.

Az adósságráta a devizaadósság magas részaránya következtében igen érzékeny a forint árfolyamának alakulására. Amint korábban is jeleztük, a 2011. végi 311 forint/euro szinthez képest minden 10 forintnyi erősödés a GDP 1,3 százalékával megegyező adósságcsökkenést eredményezne. Az elemzés lezárásakor fennálló, 285 forint/euro árfolyam mellett 77 százalékos adósságráta alakulhat ki 2012-ben, ami 2013-ban tovább süllyedve a GDP 76 százalékára mérskelődhet (5-9. ábra).



## 6. Kiemelt témák

### 6.1. Inflációs alapfolyamatok monetáris politikai szempontból

A fogyasztóiár-index egy reprezentatív fogyasztói kosár áralakulását mutatja be, végső soron ez a jóléti szempontból leginkább elfogadott és releváns inflációs mutató. Az árstabilitás-orientált jegybankok jellemzően ebben határozzák meg inflációs céljukat.

Az inflációt elsődleges célként kezelő jegybankok esetében monetáris politika vitele jellemzően előre tekintő: a döntéshozók nem az aktuálisan beérkező adatokra reagálnak, hanem a jövőben várható folyamatokra. Ennek oka, hogy a monetáris politika hatása késleltetetten jelentkezik a főbb makrogazdasági változókban, jellemzően 2–3 negyedéven túl a legerősebb. Az inflációt érő átmeneti, a középtávú inflációs kilátásokat érdemben nem befolyásoló sokkok ellensúlyozása így az árstabilitás fenntartása szempontjából szükségtelen reálgazdasági áldozattal járna.

Az előre tekintő döntéshozatalt követő jegybankok az aktuálisan beérkező adatokat olyan mértékben veszik figyelembe, amennyiben azok hasznos információt tartalmaznak a jövőben várható folyamatokról. A fogyasztóiár-index esetében az aktuális tényadatokban számos olyan tényező hatása tükröződhet, amelyek átmenetiek vagy olyan relatívár-változásokat tükröznek, amelyek a középtávú inflációs kilátásokat érdemben nem befolyásolják. Az árindex ezen komponensei a gazdaságban érvényesülő tényleges inflációs nyomás, az inflációs alapfolyamat értékelésekor figyelmen kívül hagyhatók.

Az egyes komponensek kiszűrésével kapott inflációs mutatók akkor szolgálnak a legtöbb információval az inflációs alapfolyamatokról, ha:

- a kiszűrt tételek nem trendszerűen változnak, kilengéseiket egyszeri sokkok okozzák, amelyek hosszabb időszak átlagában nagyjából kioltják egymás hatását, azaz a kiszűrt tételek átlagos árváltozása hosszabb távon megegyezik a teljes árindex változásával; és
- a kiszűrt tételek árváltozása várhatóan nem okoz a jövőbeli árazási, illetve bérezési döntésekbe beépülve másodkörös hatásokat a teljes árindexre vonatkozóan. Minél hitelesebb a jegybank alacsony infláció melletti elkötelezettsége, a másodkörös hatások bekövetkezésének annál kisebb az esélye.

Ekkor a zajos/volatilis tételektől megszűrt mutatók jó előrejelzői lehetnek a várható inflációnak, jól tükrözve az infláció belső ragadóságát, illetve a gazdaság ciklikus pozícióját. A gyakorlatban nehéz eldönteni, hogy a fogyasztóiár-index mely komponensei azok, amelyekre egyértelműen a középtávú inflációs kilátásokat nem befolyásoló zajként lehet tekinteni. A jegybanki gyakorlatban használt alapfolyamat mutatók jellemzően előre meghatározott termékkör vagy az árindex komponenseinek statisztikai tulajdonságai alapján szűrnék ki bizonyos tételeket.<sup>14</sup>

Az egyik leggyakrabban alkalmazott mutató a változékony energia- és élelmiszerárakat kiszűrő maginfláció. A mutató azon a megfontoláson alapul, hogy az energiahordozók és a (nyers) élelmiszerek ára jelentősen és rövid időszakon belül gyakran ellentétes irányba mozdulnak el. Az elmozdulásokat sok esetben olyan kínálati típusú sokkok okozzák (pl. termelői kartell árdöntése, szélsőséges időjárás stb.), amelyek nincsenek közvetlen összefüggésben alapvető gazdasági folyamatokkal, és akár rövid távon is ellenkező előjelre válhatnak.

<sup>14</sup> Lásd bővebben BAUER PÉTER (2011): Inflációs trendmutatók. *MNB-tanulmányok*, 91.

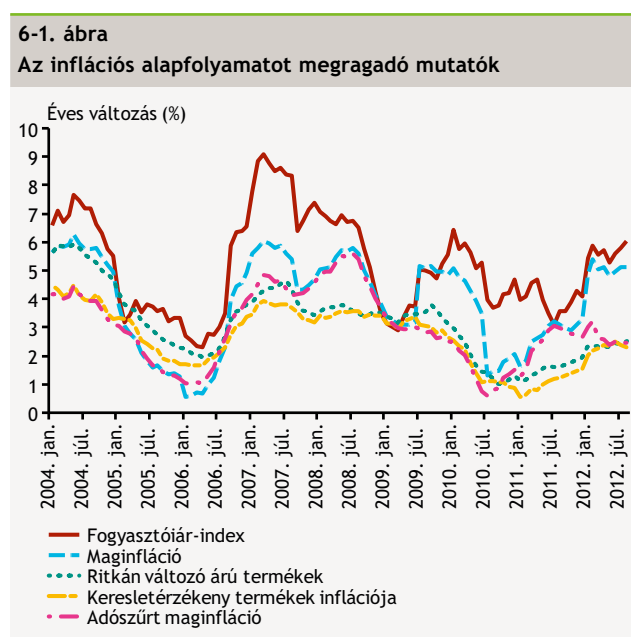
A statisztikai alapon szűrt alapfolyamat-mutatók jellemzője, hogy nem egy előre meghatározott termékkört, hanem az adott időszakra jellemző statisztikai tulajdonságok alapján szűrnek ki tételeket. Ilyen lehet például az adott hónap legmagasabb és legalacsonyabb árváltozású tételeit vagy a leggyakrabban átárazódó termékeket kiszűrő mutató. Utóbbi termékek kiszűrése mögött az a megfontolás áll, hogy a „ragadósabb” árváltozású, ritkábban átárazódó termékek inflációja jobban előre tekintő, így több információval szolgálhat a jövőre vonatkozóan. Ezek mutatók alkalmasak lehetnek arra, hogy a középtávú inflációs kilátásokat kevésbé befolyásoló, azonban az aktuális tényadatban jelentős elmozdulást kiváltó relatív-árváltozások hatásaitól megtisztítsák az árindexet.

Olyan esetekben, amikor a fogyasztóiár-indexet kormányzati adóintézkedések hatása torzítja, operatív célként vagy kommunikációs célból több jegybank (pl. Cseh Nemzeti Bank) alkalmaz az indirekt adók (pl. forgalmi és jövedéki típusú adók) hatásaitól megtisztított inflációs mutatókat. Az indirekt adók esetében az árszintváltozást előidéző sokk forrása egyértelműen beazonosítható, egyszeri adóintézkedés esetén a trendszerű változás kizárható és csekély a valószínűsége az árszintváltozás vállalati költségstruktúrákon keresztüli továbbgyűrűzésének, illetve a másodkörös hatások kialakulásának. Az indirekt adók gyakori változtatása esetén az adószűrt árindexek a fenti tulajdonságok miatt jó támpontot nyújthatnak a döntéshozóknak. Fontos azonban megemlíteni, hogy az indirekt adók hatásának kiszűrése csak bizonytalanság mellett lehetséges, hiszen végső soron az árazást végző vállalatok döntésétől függ, hogy az aktuális keresleti viszonyok között az adóváltozás mekkora részét hárítják tovább a fogyasztókra.

### Magyar inflációs alapfolyamat mutatók értékelése

Az MNB az inflációs alapfolyamatok megragadására több mutatót használ. A megfelelő alapfolyamat-mutató kiválasztásánál nehézséget jelent, hogy a hazai inflációt az elmúlt években sorozatos árszintsokkok érték és többségük az emelkedés irányába hatott. Ha az áremelkedést kiváltó árszintsokkok a jövőben is nagyobb valószínűséggel következnek be, mint az ellenkező előjelűek, akkor az érintett tételek kiszűrése lefele torzíthatja az inflációs alapfolyamatot mérő mutatókat. Szintén problémát jelenthet, hogy az inflációs cél gyakori elvétése miatt Magyarország esetében nem feltételezhető automatikusan, hogy a kiszűrt tételek árszintjét emelő sokkok nem járnak másodkörös hatásokkal.

Az 6-1. ábra a teljes fogyasztóiár-index mellett alternatív, az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatókat ábrázol: a feldolgozatlan élelmiszerek és energiaárak kiszűrésével előállított maginflációt, az indirekt adók hatásaitól szűrt maginflációt, valamint a ritkán változó árú termékek<sup>15</sup> és a keresletérzékeny termékek inflációját.<sup>16</sup> A ritkán változó árú termékek inflációja egy olyan, lassú átárazódású termékkör árváltozását mutatja, ami a középtávú inflációs folyamatokat jól képes előrejelezni. A keresletérzékeny termékek mutatója az adószűrt maginflációból a feldolgozottélelmiszer-árak alakulását is kiszűri, amit az indokolhat, hogy utóbbi termékkör árváltozásai nagyban függenek a feldolgozatlan élelmiszerek jellemzően erősen volatilis áralkulásától.



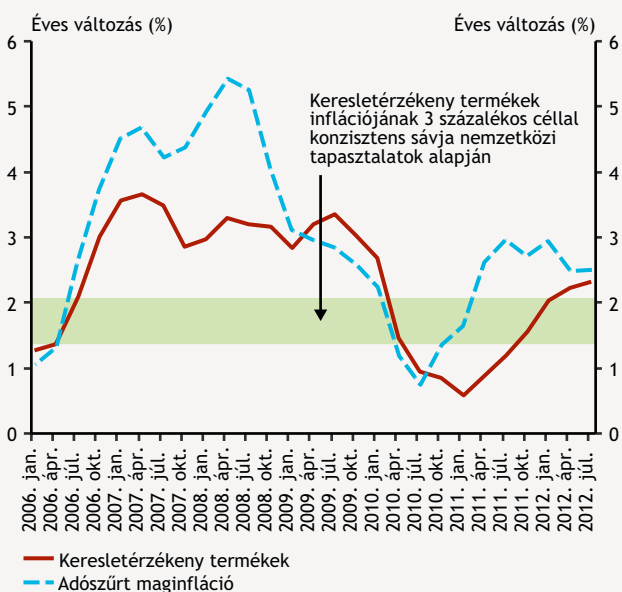
Előrejelzési szempontból fontos kérdés, hogy a teljes fogyasztói-árindex elmúlt időszakban megfigyelhető emelkedése pusztán átmenetinek tekinthető, vagy érinti az inflációs alapfolyamatot és így a középtávú inflációs kilátásokat. Mutatóink alapján elmondható, hogy az indirektadó-emelések, valamint a volatilis áralkulású termékek árszint-emelő hatásaitól eltekintve az inflációs alapfolyamatok a válságban elért 2010-es mélypontjukhoz viszonyítva magasabb szintre kerültek, ugyanakkor az elmúlt pár hónapban

Előrejelzési szempontból fontos kérdés, hogy a teljes fogyasztói-árindex elmúlt időszakban megfigyelhető emelkedése pusztán átmenetinek tekinthető, vagy érinti az inflációs alapfolyamatot és így a középtávú inflációs kilátásokat. Mutatóink alapján elmondható, hogy az indirektadó-emelések, valamint a volatilis áralkulású termékek árszint-emelő hatásaitól eltekintve az inflációs alapfolyamatok a válságban elért 2010-es mélypontjukhoz viszonyítva magasabb szintre kerültek, ugyanakkor az elmúlt pár hónapban

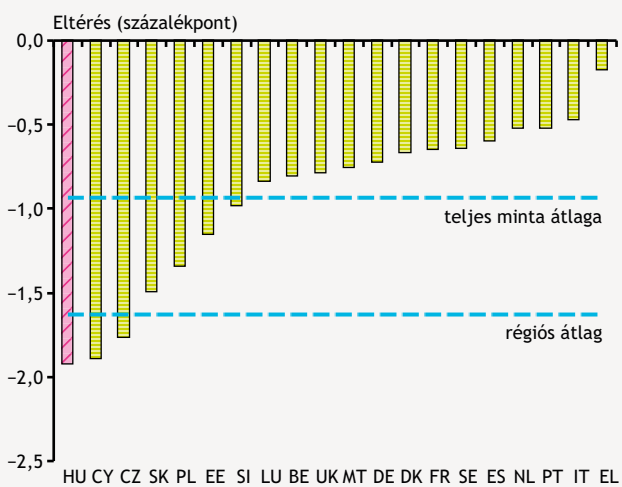
<sup>15</sup> REIFF, Á.-J. VÁRHEGYI (2012): *Sticky Price Inflation Index, an Alternative Core Inflation Measure*. Kézirat.

<sup>16</sup> Utóbbi két mutató szintén adószűrt.

**6-2. ábra**  
Keresletérzékeny termékek árváltozásának 3 százalékos inflációs céllal konzisztens sávja



**6-3. ábra**  
Keresletérzékeny termékek és a HICP-infláció átlagos eltérése EU-tagországokban\*



\* 2004–2012 első félévének átlaga alapján.

tapasztalt megugrás a fogyasztóiár-indexben nem az alapfolyamatokhoz köthető. Az alapfolyamatok emelkedése annak ellenére következett be, hogy a belföldi keresletben nem tapasztaltunk élénkülést.

Monetáris politikai szempontból az inflációs alapfolyamat dinamikája mellett az is kulcsfontosságú kérdés, hogy az alapfolyamatot megragadó mutatóknak mi az a szintje, ami az 3 százalékos teljes fogyasztóiár-indexben definiált céljával konzisztens. A kérdés megválaszolásához szükséges a fogyasztóiár-index és az alapfolyamatokat megragadó mutatók közti különbség jellemző nagyságának meghatározása. A fogyasztói árindexben definiált célt ezzel a különbséggel korrigálva egy olyan hipotetikus célmértéket kapunk, ami segíthet annak eldöntésében, hogy az inflációs alapfolyamatok összhangban állnak-e az árstabilitással.

A fenti különbség tipikus szintjének meghatározásához nemzetközi tapasztalatokat használtunk fel. A 6-2. ábrán látható sáv a korrigált célmértéket mutatja, amelyet a HICP-infláció<sup>17</sup> és a keresletérzékeny termékek inflációját megragadó mutatók átlagos eltéréseivel számítottunk, EU-tagállamok historikus adatai alapján. A keresletérzékeny termékek átlagos inflációja a vizsgált országokban jellemzően alacsonyabb, mint a HICP változása. A különbség országok között és időben is változó, a fejlett EU-országokban általában alacsonyabb mértékű, míg a kelet-közép európai régió országaiban magasabb (6-3. ábra). Az általunk ábrázolt sáv ezt a nagyfokú bizonytalanságot jeleníti meg.

Számításaink alapján elmondható, hogy bár az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók lényegesen alacsonyabbak, mint a teljes fogyasztói kosár alapján mért infláció, jelenleg meghaladják a 3 százalékos inflációs céllal konzisztens szintet. Az inflációs alapfolyamat emelkedésében szerepet játszhat a termékek szélesebb körét érintő költségemelkedés, ami részben magas nyersanyagárból, a vállalati költségeket érintő adóintézkedésekből és a termelékenységet meghaladó béremelkedésből fakadhat. Az sem zárható ki azonban, hogy a tartósan magas inflációs szint miatt változik a vállalatok árazási gyakorlata, és a gazdaság negatív ciklikus pozíciójának árszint-visszafogó hatása egyre kevésbé érvényesül.

<sup>17</sup> Az Eurostat egységes módszertana alapján számított harmonizált fogyasztóiár-index.

## 6.2. Termelésifüggvény-alapú becslés a magyar gazdaság potenciális növekedési ütemére

A pénzügyi válság 2008. őszi kitörése után számottevően visszaesett a magyar gazdaság kibocsátása. A bruttó hazai termék továbbra is elmarad válság előtti szintjétől, sőt az elmúlt évek átlagos növekedési üteme is lassabb a korábbi időszakokban megfigyelnél. Elemzésünkben a kibocsátást meghatározó tényezőket vizsgálva azt kívánjuk felmérni, hogy a kibocsátás alakulása mennyiben ciklikus jelenség, és mennyiben vezethető vissza strukturális okokra, azaz a potenciális növekedés lassulására.

A pénzügyi válság potenciális kibocsátásra gyakorolt hatásáról világszerte élénk vita folyik. Az árstabilitásra törekvő jegybankok is kiemelt kérdésnek tekintik a termelési potenciál változását, mivel az aktuális és a potenciális kibocsátás különbsége (a kibocsátási rés) információval szolgál a keresletoldali inflációs nyomásról.

Az elemzők egy része amellet érvel, hogy a pénzügyi válság nyomán a kibocsátás egy új, alacsonyabb trendre került. Ez részben a válság kínálati oldalt romboló hatásából fakad, részben pedig abból, hogy a korábban megfigyelt trend csak a válság előtti buborékot tükrözte, és nem a valódi potenciális kibocsátást. Az alacsonyabb potenciális kibocsátás magyarázattal szolgálhat több talányra is. A GDP-növekedés több országban (pl. az USA-ban és az eurozónában) a recesszió után 3-4 évvel is szokatlanul lassú. Emellett az infláció sem csökkent olyan mértékben, ahogy annak tartósan nagy negatív kibocsátási rés esetén történnie kellene.

A közgazdászok másik csoportja szerint azonban az elhúzódó válságot alapvetően keresletoldali gondok okozzák, amelyek a pénzügyi válság miatti mérlegalkalmazkodásból fakadnak. Az adósságaikat visszafizető gazdasági szereplők fogyasztása és beruházása huzamosabban visszaesik. Ám ez megítélésük szerint nem jelenti a kínálati potenciál erodálódását. Az erőteljesebb dezinfláció hiánya pedig betudható a stabilan horgonyozott inflációs várakozásoknak, és a magasabb energiaárak begyűrűződésének.

Vizsgálatunkban potenciális kibocsátást a gazdaságban rendelkezésre álló termelőkapacitások egyensúlyi felhasználása mellett elérhető, azaz az infláció gyorsulásának veszélye nélkül fenntartható kibocsátással azonosítjuk.<sup>18</sup> A potenciális kibocsátás alakulása többféle módszerrel vizsgálható. Az általunk választott termelésifüggvény-alapú módszer népszerűsége és viszonylagos egyszerűsége mellett azzal az előnnyel is rendelkezik, hogy segítségével mérhetők az egyes termelési tényezők (munka, tőke, termelékenység) növekedési hozzájárulásai is.

Elemzésünkben, mely 1995–2012 közti időszakot vizsgálja, először a termelésben aktuálisan felhasznált, illetve potenciálisan felhasználható termelési tényezők alakulását tekintjük át, majd az ezek alapján becsült potenciális növekedést.

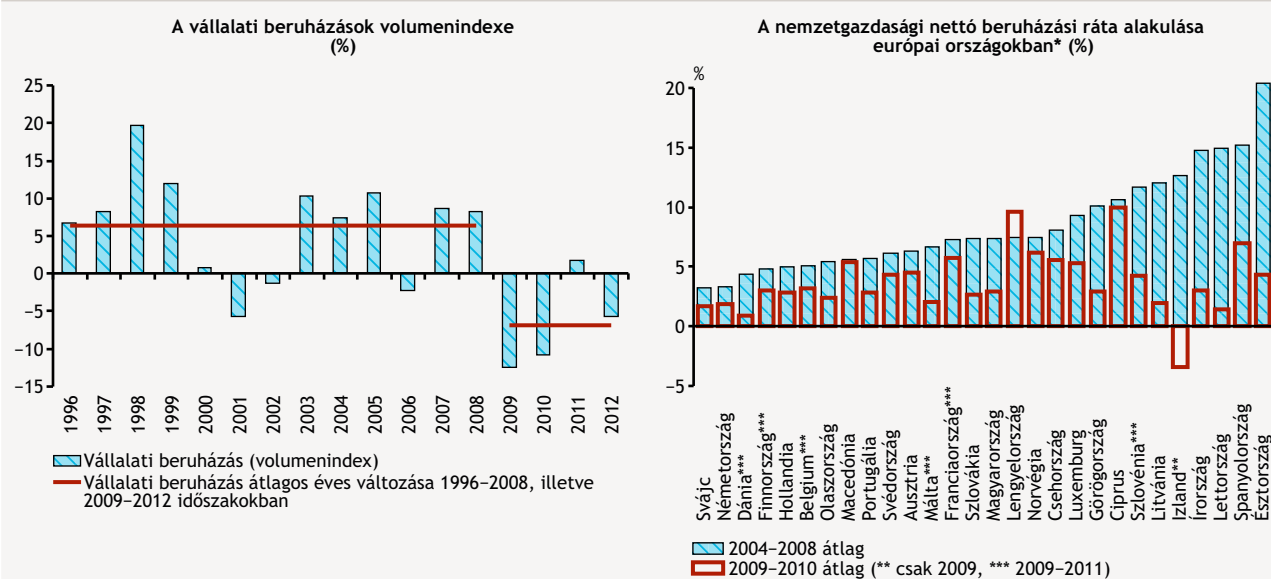
### 6.2.1. TŐKEÁLLOMÁNY

A legfejlettebb gazdaságokhoz felzárkózó országokban – így Magyarországon – a tőkefelhalmozás a gazdasági növekedés alapvető forrása. A termelő eszközökbe való beruházás nemcsak a termelési kapacitások bővítését biztosítja, hanem a legfejlettebb technológiák átvételét is lehetővé teszi. Elemzésünkben a termeléshez rendelkezésre álló tőke mennyiségét a vállalati szektor tőkeállományával azonosítjuk, mivel az állam és háztartások tőkeállományának nagy részét termelésbe közvetlenül nem vonható tőkejavak (infrastruktúra és ingatlanok) képezik.

<sup>18</sup> Ez egybevág a nemzetközi intézmények definícióival. Az OECD szerint „a potenciális GDP a kibocsátás olyan szintje, amit a gazdaság változatlan inflációs ráta mellett képes előállítani”. Az IMF definíciója szerint „a gazdaság kínálati oldalát meghatározó potenciális kibocsátás az a maximális kibocsátás, amit egy gazdaság anélkül képes előállítani, hogy az inflációs ráta emelkedne”.

6-4. ábra

A vállalati beruházások alakulása



A válság kitörése óta számottevően lassult a vállalatitőke-felhalmozás (6-4. ábra, bal panel): míg a válság előtt a vállalati beruházások a GDP növekedési ütemét jelentősen felülmúlva, évente átlagosan mintegy 6 százalékkal bővültek, addig a válságot követő években évi átlag 7 százalékkal zsugorodtak. A beruházások visszaesésében számos tényező játszott közre. A kedvezőtlen hazai és nemzetközi növekedési kilátások rövid távon a kapacitásbővítés elhalasztására ösztönözték a vállalatokat – hasonlóan a 2000-es évek eleji időszakhoz, amikor a világgazdaság enyhe recesszió ment keresztül. A jelenlegi pénzügyi válságban a bankrendszer problémái a vállalati hitelezés jelentős és tartós visszaeséséhez vezettek, ami érdemben korlátozhatta különösen a kis- és középvállalkozások beruházásait. Végül a bizonytalan makrogazdasági és intézményi környezet szintén a beruházások elhalasztására vagy törlésére ösztönözhetette a vállalatokat.

A gyenge beruházási aktivitás mellett a múltban felhalmozott tőkeállomány elhasználódása is erősödhetett. A vállalati beruházások gép- és épületberuházások szerinti megbontásából származtatott amortizációs ráta a pénzügyi válság előtt évi 6-6,5 százalék között ingadozott. A válság következményeként azonban jelentősen megemelkedett a vállalati csődök száma, ami növelhette az aggregált tőkeállomány elhasználódásának intenzitását. Ennek mértékét a NAV társaságiadó-bevallási adatai, és az Opten csődadatbázisának felhasználásával számszerűsítettük. Összevetve a válság előtti, illetve a válság utáni években csődeljárás alá vont illetve megszűnő cégek részesedését a tőkeállományból, azt találtuk, hogy évente nagyjából fél százalékponttal több tőke kerülhetett ki a termelésből a válságot követő években. E számítások alapján feltételezzük, hogy a válságot követően a tőke éves elhasználódásának mértéke, főleg a csődök magasabb száma miatt, mintegy fél százalékponttal lehet magasabb a válságot megelőző évekhez képest.<sup>19</sup>

A visszaeső beruházások és az emelkedő amortizáció révén a válságot követően jelentősen visszaesett a vállalatitőke-állomány volumenének növekedése. Míg a válság előtt átlagosan évi 4 százalék feletti növekedést figyelhettünk meg, addig a válság kitörését követően 1 százalék alá lassult a tőkeállomány éves növekedése.

Bár tőkeállomány becsléseink több bizonytalansági tényezőt is tartalmaz (amortizációs ráta, csődben érintett tőke aránya, kezdeti tőkeállomány), saját számításaink a KSH nemzeti számláinak állóeszköz-felhasználási adataihoz rendkívül hasonló dinamikát mutatnak. Aktuális becslésünk alapján a beruházások a vállalati szektor egészét tekintve egyelőre fedezik az állóeszköz-felhasználást, azaz a tőkeállomány, ha szerény mértékben is, de a válságot követően is bővült. Ez utóbbi megállapítás nemzetközi összehasonításban is érvényes (lásd 6-4. ábra, jobb panel): a válságot követően a GDP-arányos nettó beruházások az országok többségében visszaestek, ugyanakkor előjelük egy kivételtől eltekintve mindenütt pozitív

<sup>19</sup> A termelőeszközök másodpiaca Magyarországon nemzetközi összehasonlításban fejletlen (lásd Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2012. április), ezért azzal a feltételezéssel élünk, hogy a csődeljárás alá kerülő cégek tőkéje végleg kiesik a termelésből.



maradt. Emellett azonban bizonyos, a válság által erőteljesebben sújtott ágazatokban – pl. az építőipar által felhasznált nemfém anyagok gyártásában – már a tőkeállomány leépülése volt megfigyelhető.

## 6.2.2. MUNKAERŐ

Elemzésünkben a munka felhasznált mennyiségét munkaórában fejezzük ki. Mennyiségét az aktív korú (15–74 éves) népesség létszámának, az aktivitási rátának, a foglalkoztatottsági rátának (munkanélküliségi ráta) és a heti átlagos ledolgozott órák számának szorzata adja. A potenciálisan felhasználható munka mennyiségét az aktív korú népesség, illetve a többi felsorolt tényező trendértékei határozzák meg.

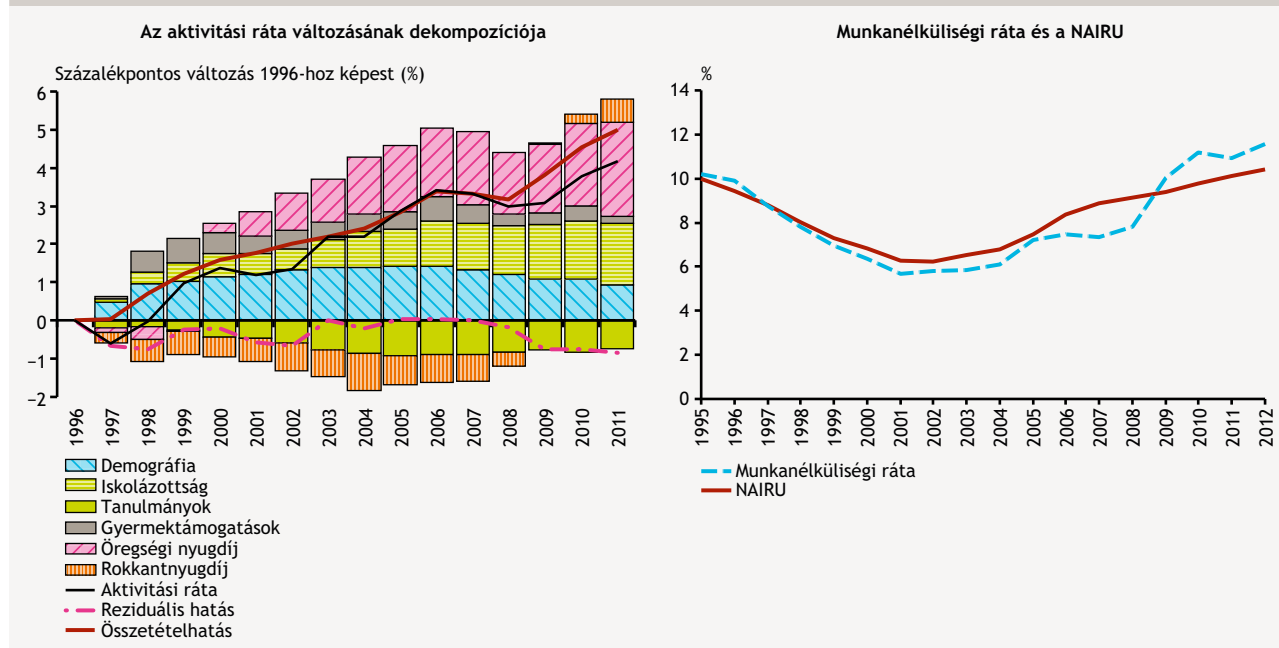
A népesség változása hosszú ideje negatívan járul hozzá a potenciális kibocsátáshoz. A demográfiai folyamatok miatt az aktív korban lévők száma 1994 óta folyamatosan csökken, 1995–2012 között az aktív korú népesség több mint 200 000 fővel csökkent.

Az aktív korúak számának csökkenését azonban ellensúlyozta az aktivitási ráta jelentős emelkedése. Ennek oka, hogy bár adott korú, képzettségű, pénzügyi ellátásokban részesülő csoportok aktivitási rátája időben igen stabil volt, létszámárányuk jelentős megváltozása 1997-től az aktivitási rátát összességében számottevően emelte.<sup>20</sup> Ez az öregségi és rokkantnyugdíj szabályainak szigorítására, illetve az iskolázottság hosszabb távú javulása révén a képzettek arányának növekedésére vezethető vissza (6-5. ábra, bal panel). A felsorolt összetételhatások eredményeként az 1995. évi 52,2 százalékos arányról 2012-re 56,7 százalékra emelkedett az aktivitási ráta, ugyanakkor ez nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető.

A munkanélküliség csökkenése a 2000-es évek elejéig emelte a termelésben felhasznált munka mennyiségét, azonban 2004-től mind az aktuális, mind az egyensúlyi, stabil inflációval, illetve bérdinamikával konzisztens munkanélküliségi ráta (NAIRU)<sup>21</sup> emelkedik (lásd 6-5. ábra, jobb panel). A NAIRU 2000-es évek óta tartó emelkedése több tényezővel magyarázható:

6-5. ábra

Aktivitás és a strukturális munkanélküliség alakulása



<sup>20</sup> Az aktivitási ráta alakulásának az aktív népesség összetételének megváltozásával magyarázható részét tekintjük trendaktivitásnak. Lásd: KÁTAY, G.-B. NOBILIS (2009): Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary. *MNB Working Papers* 2009/5.

<sup>21</sup> A munkanélküliség inflációt nem gyorsító egyensúlyi rátáját állapot-tér modellel határozzuk meg, mely az infláció gyorsulását/lassulását a kibocsátási rés alakulásához köti, ez utóbbi pedig Okun törvénye révén meghatározza a munkapiaci feszességet. Lásd: TÓTH, M. B. (2010): Measuring the Cyclical Position of the Hungarian Economy: a Multivariate Unobserved Components Model. Kézirat, MNB.

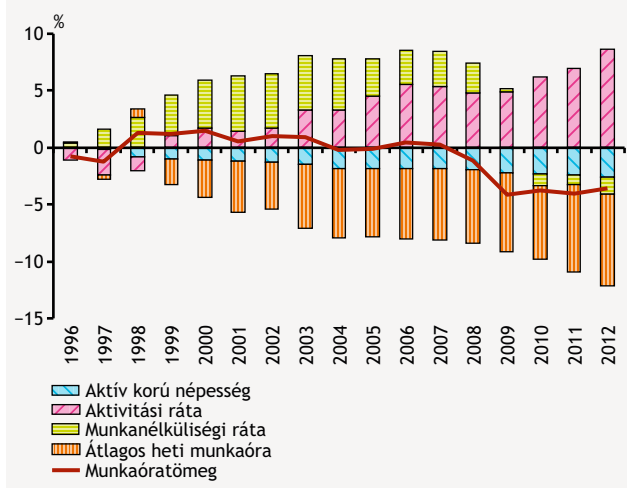
- A munkaerő-kereslet gyorsabban tolódik el a képzettek irányába, mint amilyen gyorsan változik a népesség átlagos iskolázottsága. Ezt tükrözi, hogy a képzetlenek munkanélküliségi rátája 2005-től erőteljesen növekszik, és a hosszú távú munkanélküliség bővülése is elsősorban e csoporthoz kötődik.
- A rendszerváltozás óta jelentősen változott a termelés földrajzi megoszlása, melyet az alacsony mobilitású munkaerő nem tudott követni. A gazdasági növekedés húzóágazatai a központi régióba és a Dunántúlra összpontosultak, miközben az élelmiszer- és a textilipar leépülése az alföldi régiókat érintette érzékenyen. A munkakereslet és -kínálat területi eltéréseit tükrözi a regionális munkanélküliségi ráták 2000-es évek elejétől kezdődő divergenciája.
- A 2001–2002-es minimálbér-emelés hatására rendkívül megugrott a Kaitz-index (a minimálbér aránya az átlagbérhez viszonyítva), majd tartósan magas szinten maradt. Az alacsonyan képzett munkaerő relatív árának emelkedése erősítette a munkakereslet képzettek felé történő eltolódását. Emellett a munkát terhelő adók 2003 és 2009 közötti növekedése általánosan fékezte a munkakereslet növekedését, szintén hozzájárulva a munkanélküliség növekedéséhez.
- Végül a jóléti ellátások nem ösztönözték a munkakeresést, az aktív munkapiaci programokra (képzés, állás rotáció és állásmegosztás) fordított kiadások a GDP arányában igen alacsonyak az OECD-országokhoz viszonyítva, ráadásul 2002–2003-tól a közfoglalkoztatás kivételével folyamatosan csökkennek.

Bár a válság óta meghozott kormányzati intézkedések összességében a munkavállalás ösztönzése irányába hatnak, a válság elhúzódása felerősítheti a munkakereslet és -kínálat ágazati, képzettségi és földrajzi eltéréseit. A válság alatt az állástalálás valószínűsége kisebb, az állásukat veszítették, és tartósan munka nélkül maradtak esetében fennáll annak a veszélye, hogy elveszítik készségeiket és képességeiket, így a gazdaság élénkülésével sem találnak munkát.

Míg a jóléti transzferek átalakítása támogatja a munkakínálat bővülését, addig az adórendszer átalakításai és a 2012. évi minimálbér-emelés bizonytalan hatással bírtak a munkakeresletre. Az szja-rendszer korábbi változásai főként a magasabb keresetűek adóékét csökkentették, míg a minimálbér 2012-es emelése tovább drágítja az alacsony képzettségűek foglalkoztatását. Ezt rövid távon a bérkompenzáció, hosszabb távon pedig a hátrányos helyzetű csoportok foglalkoztatását támogató célzott járulékedvezmények tompíthatják.

A fenti egymással ellentétes hatások eredőjét nehéz megbecsülni, de összességében úgy ítéljük meg, hogy az elhúzódó válság miatt egyelőre magas lehet a munkanélküliség trendje, a munkavállalás ösztönzésének irányába ható kormányzati intézkedések várhatóan csak fokozatosan fogják a munkanélküliség trendjét mérsékelni.

**6-6. ábra**  
**Felhasznált munkaóratömeg százalékos kumulált változásának dekompozíciója**  
 (1995 = 100%)



Végül a heti átlagos munkaórák alakulása az elemzés teljes horizontján csökkentette a felhasznált munka mennyiségét, melynek részben magyarázata lehet a részmunkaidős foglalkoztatottság egyre nagyobb térnyerése.

A 6-6. ábra bontja fel a fenti tényezők hozzájárulását a felhasznált munkaóratömeg kumulált változásához. Az ábra alapján egyfelől az aktivitási ráta jelentősen emelte, másfelől az átlagos munkaóra csökkentette a munkaóratömeg mennyiségét. Emellett a munkanélküliség változása a 2000-es évek közepe óta negatívan járul hozzá a termelésben felhasznált munka változásához.

### 6.2.3. POTENCIÁLIS NÖVEKEDÉS

A potenciális növekedés számításának legnehezebb – és legbizonytalanabb – része annak meghatározása, hogy a válság alatt tapasztalt termelékenység romlásból mekkora a ciklikus és a tartós veszteség aránya.

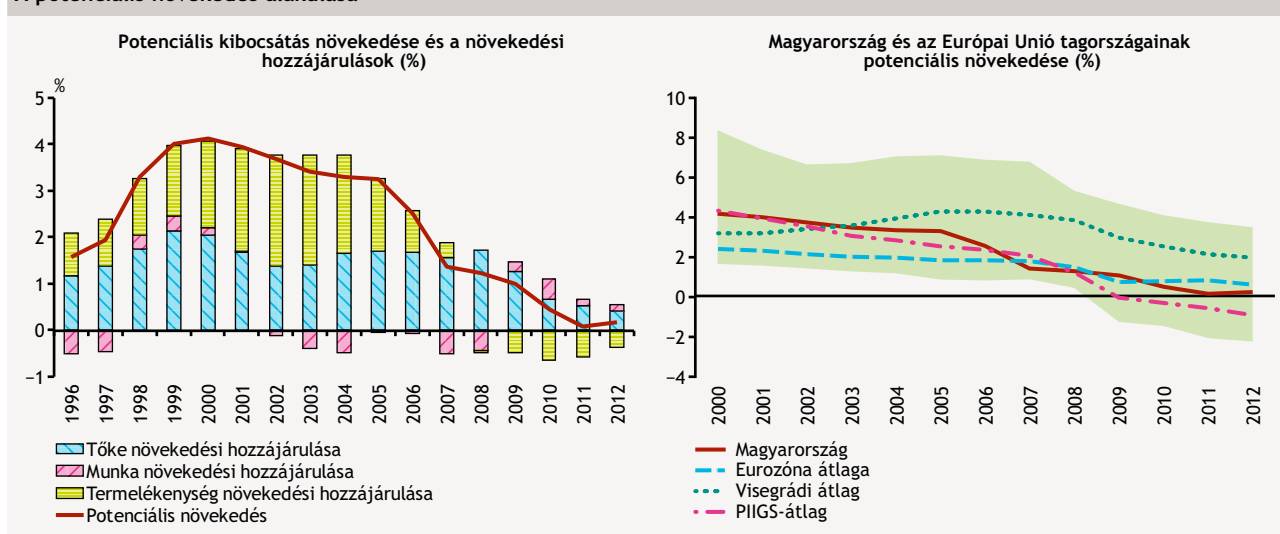
Mi az Európai Bizottság módszertanát követve (lásd D'Auria et al., 2010),<sup>22</sup> Rácz (2012)<sup>23</sup> erőforrás-kihasználtsági mutatóját felhasználva próbáltuk kiszűrni a ciklikus visszaesés mértékét. Az erőforrás-kihasználtsági mutató számos bizalmi, kapacitáskihasználtsági indikátor és ciklikus viselkedést mutató makrogazdasági idősor információtartalmát sűríti, ezáltal alkalmas lehet a nemzetgazdasági kapacitáskihasználtság azonosítására. Eredményeink szerint 2009 óta a termelékenység trendje is negatívan járul hozzá a potenciális növekedéshez. A csökkenő termelékenység mögött számos ok húzódhat meg:

- A pénzügyi válság szűkítette pénzügyi közvetítést, ezen keresztül a termelés finanszírozási lehetőségeit, így a korábbi-nál csak kevésbé produktív módon folytatható a termelés. Emellett a külső finanszírozás elapadása akadály lehet a kevésbé jövedelmező termelés jövedelmezőbbé való átstrukturálásának, illetve termelékenységet javító beruházások megvalósításának.
- A munkapiaci aktivitást növelő programok eredményeként 2010-től fokozatosan emelkedik az alacsonyabb képzettségű munkavállalók munkakínálata, ami az aggregált termelékenységet csökkentette.
- Az OECD-országok átlagához képest alacsonynak tekinthető Magyarország innovációs képessége, többek között az alacsony kutatási és fejlesztési kiadások, a kockázati tőke hiánya, az információáramlás modern csatornáinak relatíve alacsony elterjedtsége (szélessávú és vezeték nélküli internet-előfizetések, e-kormányzat), illetve a kutatás-fejlesztésre fordítható humán erőforrások mennyiségi és minőségi korlátai miatt.
- Végül a válság óta visszaeső beruházások a tőkejavakban megtestesülő technológia átvételét is lassították, ami a tőkeállomány mellett a mért termelékenységet is visszavethette.

A potenciális kibocsátást a potenciálisan rendelkezésre álló termelési tényezők és a trend termelékenység felhasználásával határoztuk meg (lásd 6-7. ábra, bal panel). A potenciális kibocsátás 1996–2007 között átlagosan 3 százalék feletti ütemben bővült, amit szinte kizárólag a tőke bővülése és a termelékenység javulása okozott. A munka ebben az időszakban kis mértékben, váltakozó előjellel hatott a potenciális növekedésre. A válság utáni években a nagymértékben visszaeső beruházások miatt a tőke növekedési hozzájárulása jelentősen lecsökkent. 2009-től a munka pozitívan járult hozzá a növekedéshez, melynek oka főként a növekvő aktivitás volt, ugyanakkor ezt a kedvező hatást mérsékli az egyensúlyi munkanélküliség emelkedő rátája. A potenciálisan rendelkezésre álló termelési tényezők és termelékenység alakulásának eredője 2010–2012-es időszakban számításaink szerint fél százalék körüli potenciális növekedést tesz lehetővé.

6-7. ábra

## A potenciális növekedés alakulása



<sup>22</sup> D'AURIA, F.-C. DENIS-K. HAVIK-K. MC MORROW-C. PLANAS-R. RACIBORSKI-W. RÖGER-A. ROSSI (2012): The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps. *European Economy. Economic Papers*, 420. DG ECFIN, Brussels.

<sup>23</sup> RÁ CZ O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével. *MNB-szemle*, június.

Számításainkat összevetettük az Európai Bizottság 2012 tavaszán készített potenciális növekedési becsléseivel (lásd 6-7. ábra, jobb panel). A Bizottság becslésében saját számításainkhoz hasonlóan jelentkezik a 2000-es évek második felében kezdődő markáns lassulás, továbbá az aktuális növekedési potenciál megítélése is hasonló. A Bizottság nemzetközi összehasonlításából továbbá az is kitűnik, hogy Magyarország potenciális növekedése 2004 óta elmarad a visegrádi országok átlagától, sőt 2007 óta az eurozónához való felzárkózás is megállt. Potenciális növekedésünk inkább azon országok folyamatait közelíti, amelyeket a pénzügyi válság relatíve súlyosabban érintett.

#### 6.2.4. ÖSSZEFOGLALÁS

Elemzésünkben termelési függvény segítségével vizsgáltuk a növekedési hozzájárulásokat és a potenciális kibocsátás alakulását Magyarországon az 1995-től 2012-ig tartó időszakon. Számításaink szerint a pénzügyi válság kitöréséig a növekedés fő forrása a tőkefelhalmozás és a termelékenység javulása volt, a munka csekély mértékben járult hozzá a növekedéshez. Az 1995-től 2008-ig tartó időszakban a tőkeállomány megduplázódott, viszont a termelésben felhasznált munkaóratömeg stagnált. A pénzügyi válság kitörése utáni években a beruházások tartós visszaesésének folyamánként a tőkebővülés rendkívül lelassult, illetve a termelékenység is visszaesett.

A potenciális növekedést illetően számításaink azt mutatják, hogy a vizsgált időszak alatt a potenciális növekedés maximuma évi 4 százalék körül lehetett a 2000-es évek elején. A potenciális növekedés üteme erről a szintről 2005-ig fokozatosan, majd 2006-tól kezdve nagy mértékben lecsökkent, aminek következtében 2007–2008-ra a potenciális növekedés évi 1,5 százalékos mértékre apadt. A válság ezt a relatív alacsonynak számító potenciális növekedést tovább erodálta, így a 2010–2012-es években a potenciális kibocsátás növekedése évi fél százalék körül alakulhat. Az alacsony potenciális növekedés közvetlen oka a visszaeső beruházások miatt lelassult tőkefelhalmozás és részben ehhez köthetően a termelékenység elmaradó javulása. A potenciálisan felhasználható munka mennyisége, főleg az aktivitási rátát emelő intézkedéseknek köszönhetően, ugyan emelkedik, de ennek növekedési hozzájárulása néhány tized százalékpont lehet. Előre tekintve a vállalati beruházások élénkülésétől, valamint a termelékenység helyreállításától várható a növekedési potenciál erősödése, amihez a hazai pénzügyi rendszer hitelezési hajlandóságának helyreállása is szükséges.

## 7. A 2012. és 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra\*

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

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

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra\*

	2012					2013				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,4	0,1	4,8	1,2	5,8	1,7	0,0	3,7	0,0	5,4
nem feldolgozott	-3,3	0,0	8,1	1,6	6,2	0,6	0,0	4,3	0,0	4,9
feldolgozott	1,2	0,2	3,1	1,0	5,6	2,2	0,0	3,4	0,0	5,7
Ipari termékek	0,9	0,2	0,6	1,3	2,9	1,0	0,0	0,3	0,0	1,4
tartós	-0,3	0,0	-1,7	0,8	-1,2	-0,8	0,0	-0,2	0,0	-0,9
nem tartós	1,2	0,2	1,4	1,5	4,4	1,3	0,0	1,1	0,0	2,4
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,7	1,8	4,5	0,6	0,4	2,1	0,8	4,0
Piaci energia	3,0	0,0	4,2	1,6	9,0	0,1	0,0	2,4	0,0	2,6
Alkohol, dohány	0,2	2,8	2,3	6,7	12,4	1,7	1,4	3,0	8,8	15,4
Benzin	5,2	1,2	4,8	1,6	13,4	-2,0	0,0	5,0	0,0	2,9
Szabályozott árak	0,6	0,7	2,5	1,2	5,2	1,6	0,2	4,6	0,0	6,4
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,0</b>
Maginfláció	0,9	0,5	1,6	2,1	5,2	1,2	0,3	1,9	1,4	4,9

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

# A Magyar Nemzeti Bank kiadványai

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

## Tanulmányok

### MNB-szemle / MNB Bulletin

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle)

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_szemle\\_cikkek](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_szemle_cikkek)

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

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

### MNB-tanulmányok / MNB Occasional Papers

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok)

Magyarul és/vagy angolul, rendszertelen.

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

### MNB Working Papers (MNB-füzetek)

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbfuzetek](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek)

Csak angolul, rendszertelen.

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

## Rendszeresen megjelenő kiadványok

### Jelentés az infláció alakulásáról / Quarterly report on inflation

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

### Jelentés a pénzügyi stabilitásról / Report on financial stability

Magyarul és angolul, évente két alkalommal.

### Jelentés a fizetési rendszerről / Report on payment systems

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

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

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

**Féléves jelentés: Beszámoló az MNB adott félévi tevékenységéről**

Csak magyarul, évente egy alkalommal.

**Időközi jelentés: Beszámoló az MNB adott negyedévi tevékenységéről**

Csak magyarul, évente két alkalommal.

**Elemzés a konvergenciafolyamatokról / Analysis of the convergence process**

Magyarul és angolul, évente, kétévente.

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

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

**Elemzés az államháztartásról / Public finance review**

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A jegybank alkalmanként a felsoroltakon kívüli kiadványokat is megjelentet.





**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2012. szeptember

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

