



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2005. AUGUSZTUS**



# Jelentés az infláció alakulásáról

2005. augusztus



**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**  
**Felelős kiadó: Missura Gábor**  
**1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.**

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

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

*A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen 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, negyedévente megjelenő kiadvány mutatja be az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági főosztály előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.*

Az elemzés a MNB Közgazdasági főosztályán készült, Csermely Ágnes főosztályvezető általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Ferenczi Barnabás, a Közgazdasági főosztály főosztályvezető-helyettese irányította, Csajbók Attila, a Monetáris stratégiai osztály vezetőjének, Vonnák Balázs, a Monetáris stratégiai osztály osztályvezető-helyettesének, Kovács Mihály András, a Konjunktúraelemzési osztály osztályvezető-helyettesének és Jakab M. Zoltán, a Modellfejlesztési csoport vezetőjének segítségével. A publikációt Hamecz István ügyvezető igazgató hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Gyenes Zoltán, Hornok Cecília, Jakab M. Zoltán, Koroknai Péter, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Oszlay András, Palotai Dániel, Pula Gábor, Rezessy András, Virág Barnabás, Vonnák Balázs. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály és a Pénzügyi elemzések főosztálya további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól, és a Monetáris Tanácstól is, amely a 2005. augusztus 8-i és augusztus 22-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.



# TARTALOMJEGYZÉK

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>Az alappálya összefoglaló táblázata</b>	11
<b>I. Pénzügyi piacok</b>	13
<b>II. Az infláció meghatározó tényezői</b>	21
II. 1. Konjunktúra	23
II. 2. Munkapiac	29
II. 3. Az infláció alakulása	33
<b>III. Inflációs kilátások</b>	37
<b>IV. Aktuális kérdések</b>	45
IV. 1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	47
IV. 2. Az államháztartáshiány-mutatók alakulása	54
IV. 3. A külső egyensúly alakulása	59
IV. 4. A 2006-ra tervezett áfacsökkentés makrogazdasági hatása	64
IV. 5. Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	68
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005</b>	71





# Összefoglaló

**Alacsony inflációs környezet,  
egyensúlyi kockázatokkal**

Az elmúlt időszakban az inflációs folyamat kedvezően alakult, a fogyasztóiár-index 3-4 százalék közé, a maginfláció 2 százalék alá csökkent. A maginfláció mérséklődéséhez hozzájárult a stabil árfolyam mellett fokozottan kibontakozó importverseny belföldi árakat fegyelmező hatása és a fogyasztási kereslet visszafogott növekedése. A vállalati béremelkedés alacsonyabb inflációs környezet-höz való alkalmazkodása megindulni látszik.

Eközben a gazdaság egyensúlyi pozíciója is valamelyest javult, de a folyó fizetési mérleg hiánya továbbra is magas. A kedvezőtlen egyensúlyi helyzet kockázati megítélésre gyakorolt hatását azonban jelenleg ellensúlyozza a nemzetközi tőkepiacok nagyon erős kereslete a kockázatosabb befektetési kategóriába tartozó eszközök iránt, így a hazai pénz- és devizapiacokat az elmúlt néhány hónapban viszonylagos stabilitás és a hozamok mérséklődése jellemezte.

A gazdasági folyamatok 2006–2007-es alakulását jelenleg a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság jellemzi. Ennek legfontosabb forrása az, hogy a kormány számos olyan jövőbeni intézkedést jelentett be, amelyek számottevő mértékben befolyásolhatják a növekedés, a fizetési mérleg és közvetett módon a kockázati megítélés alakulását, ugyanakkor – mivel az intézkedések nem teljeskörűek – csak a következő évekre benyújtott költségvetések ismeretében lehet felmérni összhatásukat.

**A fiskális pálya kérdőjelei  
sokasodnak, ami törékennyé teszi  
a kilátásokat.**

Ha csak az eddig bejelentett kormányzati intézkedéseket és az idei évben meghozott egyenlegjavító intézkedések átmeneti jellegeből fakadó determinációkat vennénk figyelembe, ellentételező intézkedések hiányában 2007-ig a költségvetési deficit a GDP arányában több mint 3 százalékkal növekedne, amit a folyó fizetési mérleg számottevő romlása kísérne. Egy ilyen gazdasági pálya hosszú távon nem fenntartható, mivel a gyorsuló eladósodás megkérdőjelezná a gazdaság finanszírozhatóságát, és a növekedés tartós és jelentős lassulását eredményezné.

Alternatív pályaként feltételezhetnénk, hogy a kormány a konvergenciaprogramban vállalt hiánycsökkentés érdekében teljes mértékben keresletcsökkentő lépésekkel ellensúlyozza a már bejelentett intézkedések hatását, és érdemben csökkenti a költségvetési egyensúlytalanságot. Bár e pálya egyértelműen a

**A lehetőségekhez képest  
visszafogott fiskális politikát  
és stabil monetáris kondíciókat  
feltételeztünk**

**Az alappálya mentén ...**

**az élénkülő lakossági kereslet**

**inflációs nyomást okoz,**

hosszú távú fenntarthatóság irányába mutat, ez esetben olyan nagymértékű hiánynövelő hatás ellensúlyozására lenne szükség, ami az államháztartás strukturális reformja nélkül nem tűnik elérhetőnek.

Ezért a jelentésben egy köztes megoldást alkalmaztunk. Feltételezzük, hogy az államháztartásban a következő két évben alacsony ütemben emelkednek a bérek, stagnálnak a működési költségek és a beruházások. Ez esetben 2006-ban még így is keresletbővítő hatású maradna a fiskális politika, 2007-re viszont már kisebb mértékű keresletszűkítés következne be. Az inflációs előrejelzés szempontjából igazán fontos feltételezés azonban az, hogy szokásos módon rögzített árfolyamra és változatlan kamatszintre írjuk fel az előrejelzéseket, azaz implicit módon arra számítunk, hogy a pénzpiacok elégségesnek tekintik ezt a fiskális alkalmazkodást, így fennmaradhat a jelenlegi kedvező kockázati megítélés. Előrejelzési horizontunkon a különböző lehetséges gazdasági pályák között a kockázati megítélés és ezen keresztül a hozamok és az árfolyam jövőbeli alakulása okozza a nagy különbséget, ehhez képest a fiskális keresletbővítő hatás pontos mértéke nagyságrenddel kisebb elmozdulásokat okoz az inflációs előrejelzésben.

Amennyiben e feltételezések együttesen megvalósulnak, úgy ítéljük meg, hogy a gazdaság egy átmeneti kitérő után fokozatosan visszatérhet egy, a gazdasági egyensúly és a nominális stabilitás megteremtése irányába mutató pályára. A jelentésben ezt a gazdasági pályát mutatjuk be, természetesen hangsúlyozva, hogy az előrejelzés most a szokásosnál erősebb feltételezések mellett érvényes.

Mindezen feltételezésekre épülő előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a fiskális lazítás hatására a kereslet bővülése erőteljesebb lesz, mint korábban vártuk, ennek inflációs hatásait azonban ellensúlyozzák a kínálati oldalt érintő intézkedések, így az előrejelzési horizonton az infláció 3 százalékos körüli szinten történő stabilizálódására számítunk a 2006-os átmeneti csökkenés után.

A gazdasági növekedés élénkülését a fogyasztás – kormányzati intézkedések hatására várható – gyorsabb növekedése okozza. Az áfacsökkentés miatt várható fogyasztóiárindex-esés, a személyi jövedelemadó csökkentése, valamint a családtámogatási rendszer bővítése mind emelik a lakosság reáljövedelmét. A konjunktúra külpiazi tényezőiben stabil növekedésre számítunk. A stabil

amit hosszabb távon  
az alacsony  
munkaköltség-növekedés  
ellensúlyoz.

Így 3 százalék körüli inflációs  
környezet várható,  
kiegyensúlyozott előrejelzési  
bizonytalansággal.

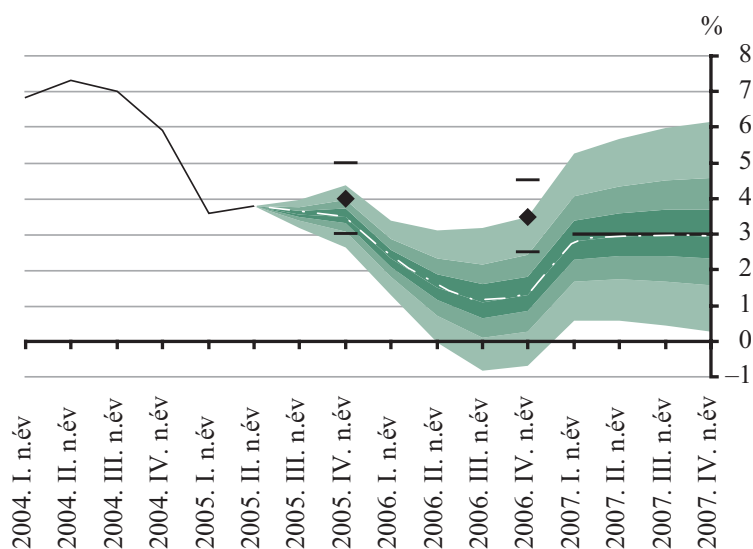
konjunkturális kilátásokkal összhangban azt várjuk, hogy az export és a vállalati beruházások továbbra is egyenletes ütemben növekednek majd. Összességében a magasabb fogyasztási pálya, illetve a hosszú távú trendnél valamivel gyorsabb gazdasági növekedés miatt a keresleti oldali inflációs nyomás erősödését prognosztizáljuk.

Kínálati oldalon ellentmondásos folyamatok várhatók. A 2006-ra bejelentett nagyarányú és differenciált minimálbér-emelés hatásai nehezen számíthatók ki előre, összességében az elmúlt években megfigyelhető bérinfláció-mérséklődésnek csak átmeneti megtorpanását feltételezzük. Előrejelzési horizontunk második felében ugyanakkor az inflációcsökkentő tényezők válhatnak újra meghatározóvá a bejelentett, munkaköltségeket csökkentő tervezett adólépések miatt (egészségügyi hozzájárulás eltörlése, tb-járulék csökkentése). A várható termelékenységnövekedéssel együtt mindez a fajlagos munkaköltségek oldaláról hosszabb távon dezinflációs hatású lehet.

Az inflációs előrejelzés kockázati eloszlásában – szokásainkhoz híven – most sem számszerűsítettük a forint kockázati prémiumának megváltozásából eredő potenciális hatásokat, bár amint azt már hangsúlyoztuk, e területen a szokásosnál nagyobb bizonytalanságot érzékelünk. A feltételes inflációs előrejelzésünk felfelé és lefelé irányuló kockázatai nagyjából kiegyensúlyozottak.

Magasabb infláció felé irányuló kockázatot jelenthet a fogyasztás gyorsabb növekedése, valamint az, hogy a minimálbér-emelés az azonnali munkaköltség-emelkedésen túl hosszabb távon tova gyűrűző, bértorlódási hatással is járhat. Alacsonyabb infláció valószínűségét növeli viszont, ha a 2006-os átmeneti inflációcsökkenés hosszabb ideig mérsékli az inflációs várakozásokat. További, immár szokásos előrejelzési bizonytalanság forrásként jelenik meg az olaj világpiacon, a hazai árszabályozás, illetve a Magyarországon kiugróan ingadozó nyers élelmiszerek áralakulása.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Az import mérési bizonytalansága nehezíti a növekedés és a külső egyensúly megítélését.

További, a szokásosnál nagyobb bizonytalanságot jelent a külkereskedelmi folyamatok alakulása, ami közvetlenül érinti a folyó fizetési mérleg és esetleg a gazdasági növekedés képét, és közvetve a gazdaság kockázati megítélését is. Az EU-csatlakozás miatt tavaly módszertani változás következett be a külkereskedelmi adatok számbavételében, a korábbi vámhatáron történő statisztikai számbavételt felváltotta az önbevalláson alapuló kimutatás. E változással párhuzamosan 2004 második felétől azt figyelhettük meg, hogy a konjunktúra által indokolthoz képest alacsonynak tűnik a statisztikában megjelenő import mértéke. Ma még nem áll rendelkezésünkre elegendő információ annak eldöntéséhez, hogy e változás okait pontosan azonosíthassuk, de úgy ítéljük meg, hogy kicsi annak a valószínűsége, hogy ilyen mértékben csökkent volna az importigényesség Magyarországon. Emiatt nem tartjuk kizártnak, hogy a megfigyelhető nettóexport-javulásnak egy része csak módszertani változásból eredő, vélhetően átmeneti hatás.

## Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a III. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2003	2004	2005	2006	2007
	Tény/beclsés		Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció <sup>1</sup>	4,8	5,8	2,2	1,1	3,2
Fogyasztóiár-index	4,7	6,8	3,6	1,6	2,9
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Külső kereslet (GDP-alapon)	0,7	1,9	1,6	2,0	2,0
Fiskális keresleti hatás <sup>2</sup>	-0,5	-0,5	0,8	0,5-1,0*	-0,5-0,0*
Lakossági fogyasztás	7,2	2,5	2,4	3,5	3,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,5	7,9	5,4	4,9	2,1
<i>Belföldi felhasználás</i>	<i>5,7</i>	<i>2,2</i>	<i>1,2</i>	<i>5,7***</i>	<i>2,7***</i>
Export	7,8	14,9	11,1	8,8	9,2
Import	11,0	11,6	8,0	10,6***	7,9***
GDP	2,9	4,0 (4,2)****	3,6 (3,4)****	3,9***	3,8***
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>					
A GDP százalékában	8,8	8,9	7,6**	8,6***	7,6***
Milliárd euróban	6,4	7,1	6,7**	8,0***	7,6***
<b>Külső finanszírozási igény</b>					
A GDP százalékában	8,8	8,4	6,9**	7,8***	6,8***
<b>Munkapiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	10,9	6,1	8,2	6,5	5,4
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság <sup>4</sup>	1,2	-0,5	-0,3	0,1	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset	8,7	9,3	6,8	7,2	5,6
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>	0,7	-0,3	0,2	0,4	1,0
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	6,5	3,1	2,9	2,1	0,2
Lakossági reáljövedelem	3,9****	4,0****	3,7	4,6	2,1

<sup>1</sup> Az általunk előrejelzett mutatók technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. <sup>2</sup> Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>3</sup> Az állami körben a 2005 januárjára átkerült, eredetileg 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetések a 2004-es béremelkedési mutatót lefelé, a 2005-öt felfelé torzítják. <sup>4</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

\* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2006-2007-re költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk. \*\* 2005-ben a külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság (l. IV. 3 fejezet) akár a GDP 1 százalékának megfelelő mértékben is egy magasabb folyó fizetésimérleg-hiány/finanszírozási igény irányába mutat. \*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a honvédségi Gripen-beszerzés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását. \*\*\*\* Szökőnaphatástól megtisztított GDP-növekedés; zárójelben az eredeti adat. \*\*\*\*\* MNB-beclsés.



# I. Pénzügyi piacok



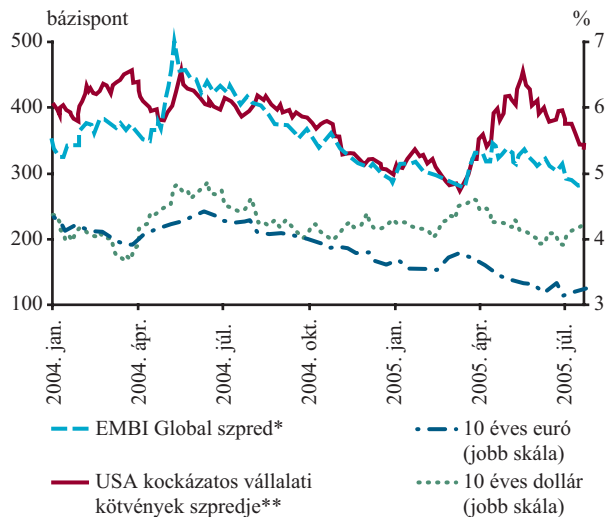




A forint árfolyamát és az állampapírhozamokat 2005 első felében jelentős mértékben befolyásolták a nemzetközi pénzügyi piaci folyamatok. A globális kockázatvállalási hajlandóság összességében kedvezően alakult, a kockázati mutatók historikusan alacsony szinten vannak. Mindez tartósan alacsony hosszú lejáratú euró- és dollárhozamokkal párosult, annak ellenére, hogy a Fed az idén öt alkalommal, összesen 125 bázisponttal emelte irányadó kamatait.

## I-1. ábra

Hosszú lejáratú euró-, dollárhozamok és kockázati mutatók



\* EMBI Global Composite: A J.P. Morgan-Chase által számolt, feltörekvő piacok szuverén és kvázi-szuverén kibocsátói dollárban denominált kötvényeinek kamatfelár-indexe.

\*\* Merrill Lynch US High Yield Master II index.

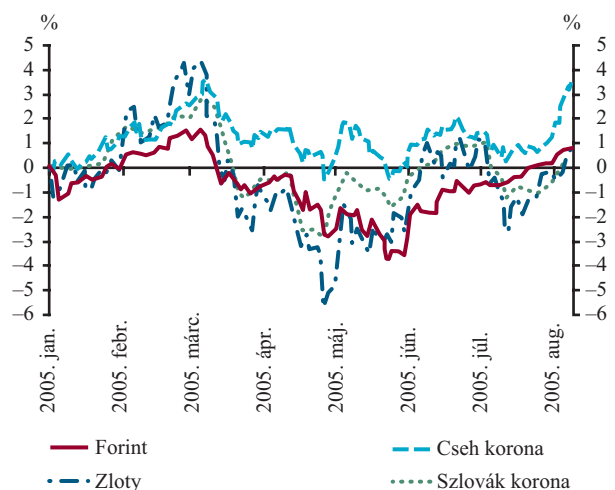
Az év eleje óta eltelt időszak három szakaszra osztható. Januártól március közepéig erősödő kockázatvállalási hajlandóság és a kockázatos kötvények iránti globális kereslet növekedése volt jellemző. Március és május között negatív korrekció volt megfigyelhető, amelynek háttérében elsősorban a vállalati kötvények kockázati megítélésében bekövetkezett romlás állt. A vállalati kockázat növekedése kisebb mértékben ugyan, de emelte a kockázatosabb szuverén kötvények felárát is, így csökkent a feltörekvő piacok hazai valutában denominált eszközei iránti

kereslet. Májusban ismét fordulat történt a befektetői légkörben, amelyet mind a vállalati, mind a kockázatosabb szuverén kötvények felárának csökkenése kísért. A globális befektetői környezet historikus összehasonlításban továbbra is igen kedvezőnek mondható, azonban a globális egyensúlytalanságok és az amerikai hosszú hozamok kamatemelési ciklus ellenére alacsony szintje miatt sok megfigyelő törékenynek látja a helyzetet.

A világszerte tendenciák a kelet-közép-európai országok piacain is kifejtették hatásukat. Esetenként erős együttmozgás volt megfigyelhető a cseh, a lengyel, a magyar és a szlovák valuták között, az országspecifikus tényezők háttérbe szorultak. Árfolyam- és hozamadatokból, valamint befektetési banki elemzésekből arra lehet következtetni, hogy az újonnan csatlakozott EU-tagállamok kockázati megítélése a feltörekvő piacok általános megítélésénél is kedvezőbben alakult.

## I-2. ábra

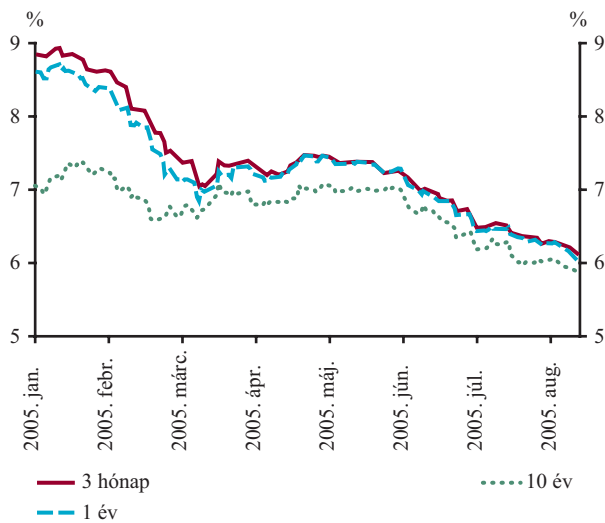
A régió valutáinak árfolyamváltozása az euróval szemben



Összhangban a magas nemzetközi kockázatvállalási étvággal és a kelet-közép-európai térség javuló megítélésével, az év eleje óta a forinthatamok mérséklődtek. A hozamesés a rövidebb lejáratú állampapíroknál volt nagyobb. Míg január eleje és május vége között a 10 éves referenciahozam

## I-3. ábra

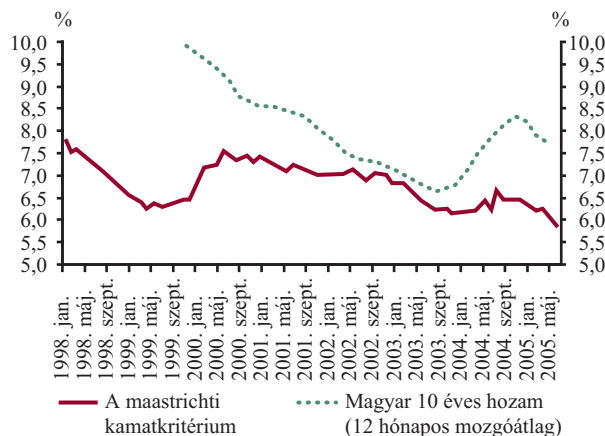
Állampapír-piaci referenciahozamok



gyakorlatilag nem változott, a 3 hónapos közel 2 százalékponttal mérséklődött. A június elején kezdődő újabb hozamcsökkenési hullám már párhuzamosan tolta el a hozamgörbét: a május végén a 7 százalékos szint körül csaknem vízszintes hozamgörbe 6 százalék közelébe süllyedt. A maastrichti kamatkritériumot tekintve a hazai 10 éves referenciahozam 12 havi átlaga az utóbbi időben közeledett az előírt szinthez.

## I-4. ábra

A maastrichti kamatkritérium

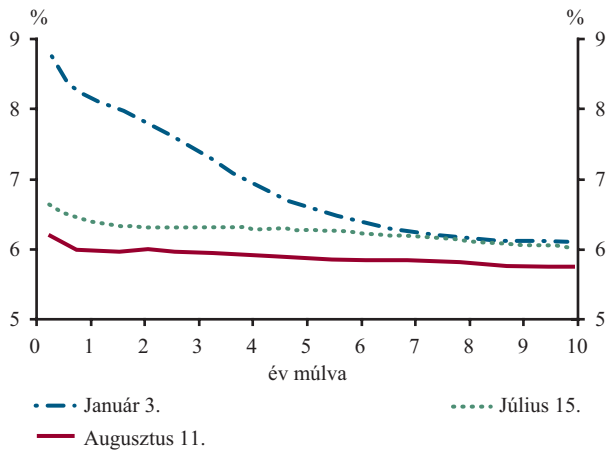


Az állampapír-piaci hozamokból számítható származtatott forwardhozamgörbe a jövőben várt hozamok közelítésének tekinthető. A forwardgörbe elmozdulásából látszik, hogy míg az 5 éven belül

várt hozamok jelentősen csökkentek, az 5 évnél későbbre vonatkozó hozamvárakozások csak július második felében mérséklődtek érzékelhetően.

## I-5. ábra

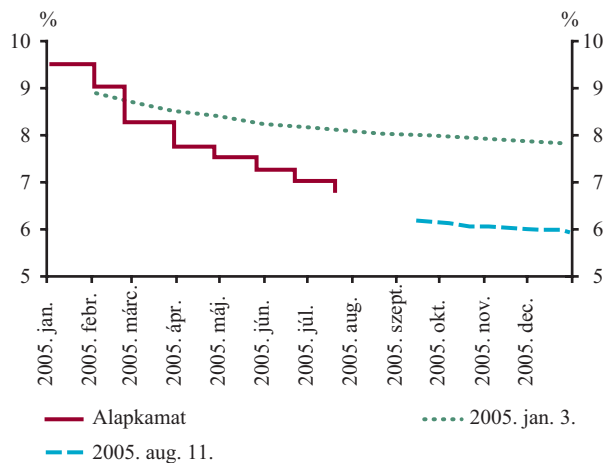
Származtatott 3 hónapos forwardhozamgörbék



A rövid hozamok elsősorban az MNB irányadó kamatát, valamint az arra vonatkozó várakozásokat követik. A javuló inflációs kilátásokkal és a kedvezőbb rövid távú kockázati megítéléssel összhangban a Monetáris Tanács idén több lépésben, összesen 300 bázisponttal 6,75 százalékra mérsékelte az irányadónak számító kéthetes betéti kamatát. A rövid hozamokban 2005 hátralévő részére további 75 bázispontos csökkentés van beárzva.

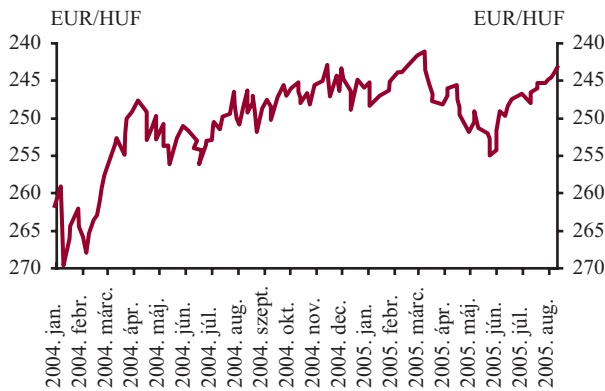
## I-6. ábra

A jegybanki alapkamat és a forwardhozamok alapján várt pályája



I-7. ábra

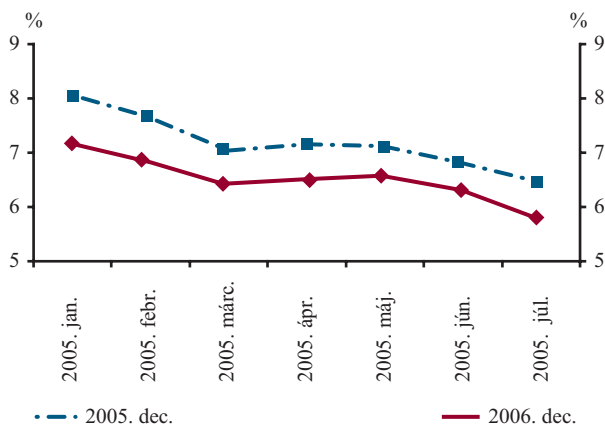
A forint árfolyama az euróval szemben



Bár az irányadó kamat jelenlegi szintje és az év végére vonatkozó várakozások jóval alacsonyabban, mint amire a piaci szereplők januárban számítottak, a forint árfolyama az euróval szemben – jóllehet viszonylag széles sávot járt be – összességében nem gyengült, és az árfolyam-várakozások sem változtak jelentősen. Ez arra utal, hogy a kamatcsökkentést a forintoszközöktől elvárt kockázati felár jelentős csökkenése tette lehetővé. Mindközben a makroelemzők inflációs várakozásai nem romlottak, aminek kézenfekvő olvasata, hogy a piac szerint a monetáris kondíciók enyhítése az inflációs folyamatok javulásával párhuzamosan történt.

I-8. ábra

Az irányadó kamatra vonatkozó várakozások a Reuters felmérései alapján

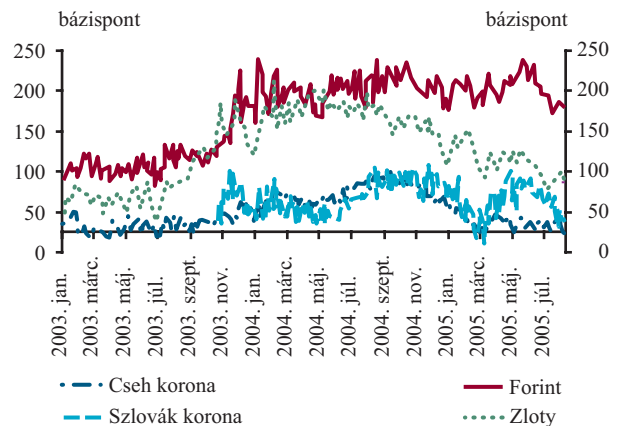


Amint a forwardgörbe elmozdulása is mutatja, az elvárt prémium csökkenése elsősorban a rövid hozamok esésében realizálódott, míg az 5 évnél később kezdődő forwardhozamok magas szinten maradtak. A pénzügyi szereplők által figyelemmel kísért, 5 év múlva kezdődő 5 éves euróforwardokhoz viszonyított különbség a forint esetében másfél éve gyakorlatilag a 150 és 200 bázispontos sávban mozgott, miközben a lengyel, cseh és szlovák valuták esetében már hónapok óta 100 bázispont alatt van. Ez a felár a kelet-közép-európai térség általános megítélése mellett leginkább Magyarország euróövezeti csatlakozásának valószínűségét, külső egyensúlyi helyzetét és a konvergenciafolyamatról alkotott piaci képet tükrözi. A Reuters felméréseinek tanúsága szerint sem az euró magyarországi bevezetésének várt időpontjában, sem a konvergencia sebességét befolyásoló egyensúlyi mutatókra vonatkozó várakozásokban nem történt jelentős javulás 2005-ben, ami összhangban áll a továbbra is magas hosszú forwardfelárral.

A változatlanul kedvezőtlen hosszú távú kockázati megítélésre utaló jelként értékelhetjük azt a tényt is, hogy a magas globális kockázattal járó hajlandóság és a forinthatamok csökkenése ellenére a

I-9. ábra

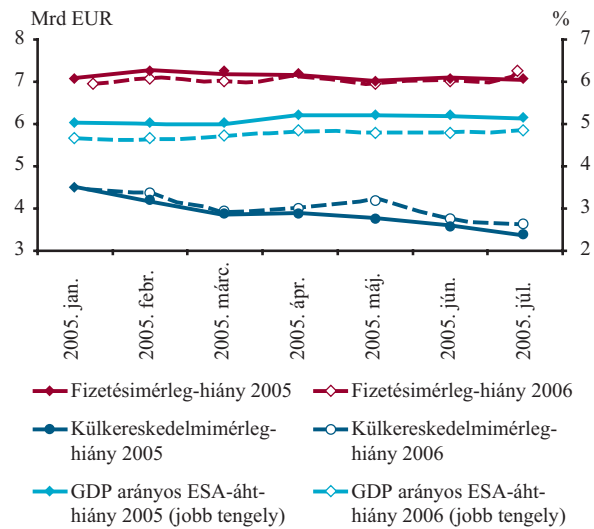
5 év múlva induló 5 éves euróforwardok feletti felárai a régióban



külföldi befektetők forint melletti pozíciója összességében csökkent, forintban denominált állampapír-vásárlásuk mérsékelt volt. Mindazonáltal ez utóbbiban az is szerepet játszhatott, hogy az Államadósság-kezelő Központ elmozdult a devizafinanszírozás irányába, így a korábbi évekhez képest mérsékeltébb ütemben nőtt a forint állampapírok kínálata.

## I-10. ábra

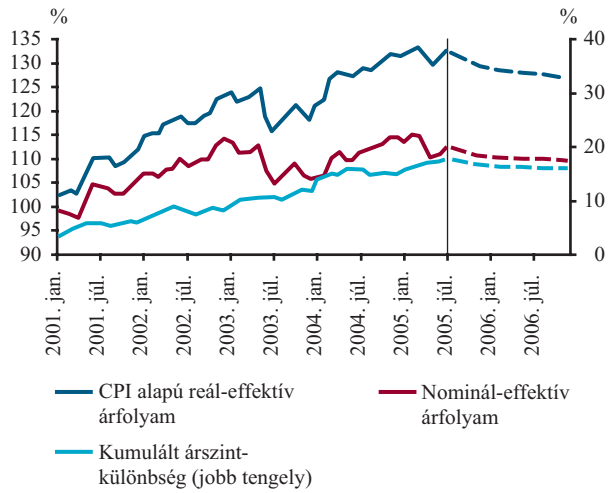
Egyensúlyi mutatókra vonatkozó várakozások a Reuters felmérései alapján



A monetáris politika inflációra gyakorolt hatása szempontjából fontos reál-effektív árfolyam és az előretekintő reálkamat 2005 első felében egyaránt a lazítás irányába változott. Az árfolyam esetében ez elsősorban a forint nominál-effektív árfolyamában megjelenő, dollárral szemben vett euró-gyengüléssel magyarázható. A reálkamat csökkenése az inflációs várakozásoknál gyorsabban csökkenő nominális hozamoknak tulajdonítható. A Reuters-felmérés alapján a makroelemzők a reál-effektív árfolyam további gyengülésére számítanak. A 2006-ra várt reálkamat-emelkedés elsősorban az áfacsökkenés átmeneti inflációt mérséklő hatásának következménye, így valójában nem jelent tényleges szigorítást az összes gazdasági szereplőnek. Összességében

## I-11. ábra

Fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam\*

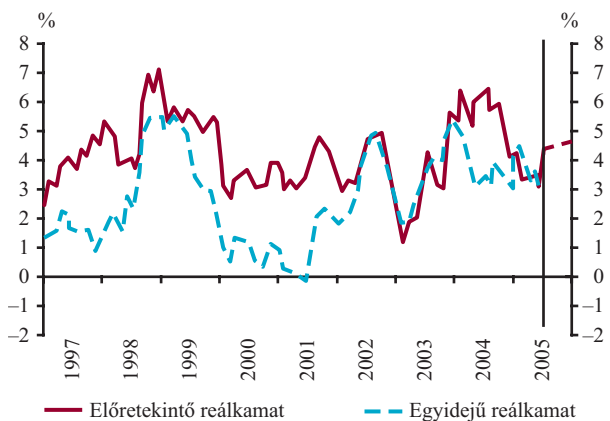


\* Reál-effektív árfolyam, 2000 átlaga = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. A 2005 és 2006 végére vonatkozó várakozás a Reuters inflációs és árfolyam-konzensusával számítva, és feltételezve, hogy a kereskedelmi partnerek inflációja nem változik az elmúlt egy év átlagához képest, valamint hogy az effektív árfolyamra vonatkozó felleértékelődési várakozások megegyeznek a forint-euró nominális árfolyamra vonatkozóval.

tehát a monetáris kondíciók az elemzői várakozások szerint a lazítás irányában mozdulnak el a következő egy évben, anélkül azonban, hogy az az infláció emelkedéséhez vezetne.

## I-12. ábra

Reálkamat\*



\* Az egyidejű reálkamat az egyéves állampapírhozamok havi átlaga az aktuális 12 havi inflációval deflálva. Az előretekintő reálkamat esetén a Reuters egy évre előretekintő inflációs konszenzusával (év végekre és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval számított érték) deflálva. A 2005 decemberére vonatkozó várakozás alapjából a Reuters (2005 decemberére várt) 1 éves hozamra vonatkozó és (a 2006 végére várt) inflációs konszenzusa szolgált.

A június elejétől megindult hozamcsökkenés és árfolyam-erősödés némileg eltér attól a képtől, ahogy az idei év egészét jellemeztük. A hozamcsökkenés a hosszabb lejáratokon is számottevő volt, ami annak köszönhető, hogy a távoli forwardok is mérséklődtek. Az 5 év múlva induló 5 éves euróforward feletti felár 200-ról 150-re süllyedt. Az árfolyam erősödési trendje július elején sem tört meg, holott a régió többi valutája jelentősen gyengült, és több héten át a júniusi szintjük alatt maradtak.

A folyamatban globális tényezők hatásán túl Magyarország-specifikus tényezők is szerepet játszhattak. Nem zárható ki, hogy a javuló megítélés mögött a külső egyensúlyi helyzet kedvezőbb megítélése is meghúzódik, amire a külkereskedelmi mérleg adatai, ezen belül főleg az import alacsony szintje szolgáltatathattak alapot. Ez azonban törekennyé teszi az országkockázati kép javulását, mert – amint azt a IV-5. keretes írásunkban kifejtjük – a gazdaság egyéb mutatói a statisztikában megjelenőnél magasabb importra utalnak.



## II. Az infláció meghatározó tényezői







## II. 1. Konjunktúra

Az olykor ellentétes irányba mutató információk miatt mind az európai, mind a belföldi konjunktúra alakulását erős bizonytalanság jellemzi. Visszaesésnek vagy akár csak erőteljesebb lassulásnak nem látszanak a jelei, nagyobb valószínűséggel állítható, hogy külső piacaink és a magyar gazdaság egyaránt az üzleti ciklus felszálló ágában van. Egyes folyamatok volatilitása azonban jelentős mértékben megnőtt, így a növekedés dinamikája meglehetősen bizonytalan.

### Visszafogott ütemben bővülő külső kereslet

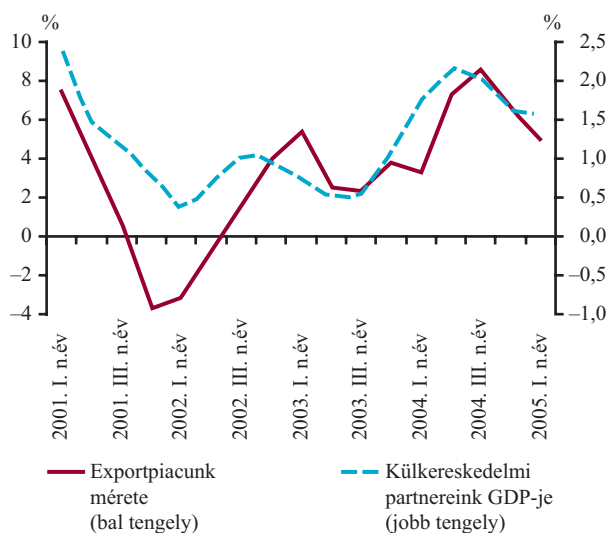
A külső kereslet bővülése fontosabb külkereskedelmi partnereinknek mind GDP-je, mind importja alapján mérve fékeződőben volt 2004 végén. Első ránézésre ugyan 2005 első negyedévében a külső kereslet újabb lendületet vett, a GDP ugyanis várakozáson felül, Németországban közel 1, az euróövezetben pedig 0,5 százalékkal nőtt. Úgy tűnik azonban, hogy ezen kiugró növekedés mögött az import jelentős visszaesése áll (Németországban 1,4, az euróövezetben 1,6 százalékkal csökkent az import 2004 negyedik negyedévéhez képest), amit alapvetően a belföldi felhasználás (különösen a beruházások) váratlan visszaesése idézett elő külkereskedelmi partnereinknél.

A második negyedév konjunkturális információi a külpiaci növekedés folytatódását vetítik előre, bár nem mutatnak határozottan egy irányba. Az ipari termelés, az új rendelések adatai, illetve a csak a második negyedév végén, s akkor is csak enyhébb mértékben javuló üzleti bizalmi indexek moderált növekedési kilátásokra utalnak. A magas szinten állandósuló olajár költségoldalról ugyancsak lefelé irányuló nyomást gyakorolhat, bár ezt részben enyhíti az euró árfolyamának a dollárral

## II-1. ábra

### Exportpiacunk méretének\* és főbb külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása

(változás előző év azonos időszakához képest)

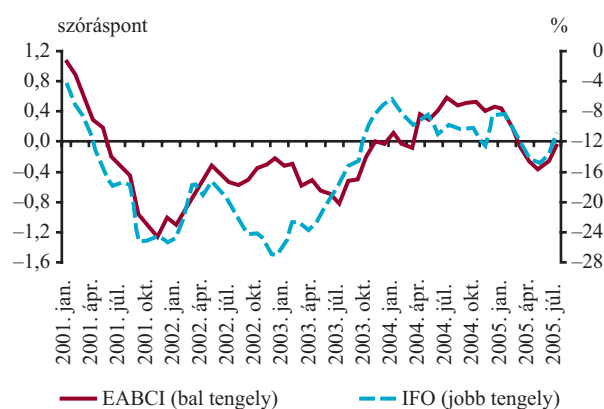


\* Főbb külkereskedelmi partnerországaink importjának súlyozott átlaga.

szembeni gyengülése. Az Eurostat második negyedévi GDP-re vonatkozó gyorsbecslése az euróövezetre 0,3 százalékos bővülést mutat (az első negyedévhez képest), a számunkra legnagyobb súlyú német gazdaság azonban stagnált. Bár emögött feltételezhetően az import erősödése az egyik lehetséges magyarázat, összességében

## II-2. ábra

### Az euróövezet (EABCI) és Németország (IFO) üzletiklíma-indexe



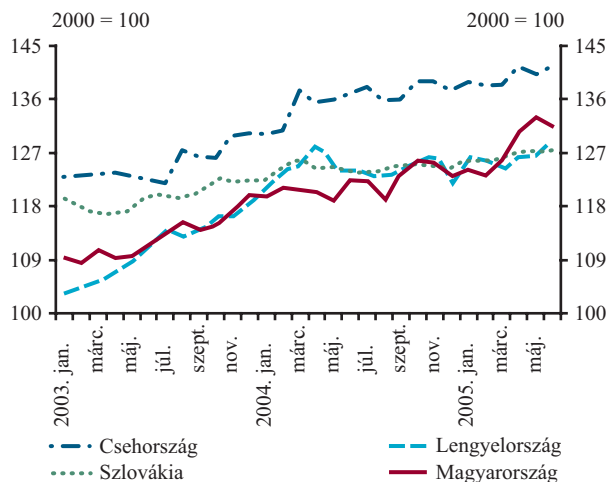
úgy tűnik, hogy a második negyedévben a külső kereslet bővülésének üteme visszafogott lehetett.

## Ingadozás a hazai termelési folyamatokban

Az ipari termelés a külső kereslethez hasonlóan növekedési pályán van, de növekedési ütemének ingadozása meglehetősen nagy. A tavalyi év végének viszonylag magasabb növekedési ütemei után (az ipar bruttó kibocsátása 8, hozzáadott értéke 4,7 százalékkal bővült évesítve a negyedik negyedévben) 2005 első negyedéve lassulást hozott (a bruttó kibocsátás kevésbé nőtt, a hozzáadott érték kismértékben visszaesett). A második negyedévben azonban a júniusi enyhébb visszaesés ellenére ismét, mégpedig regionálisan is kiemelkedően gyorsult az ipari termelés.

## II-3. ábra

Az ipari termelés volumene\* térségünkben

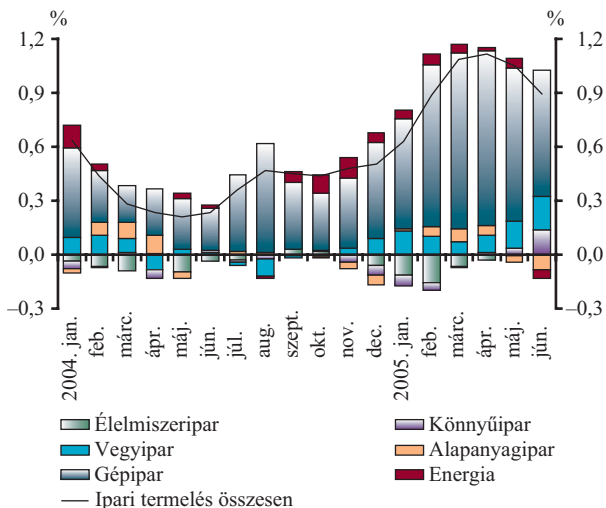


\* Szezonális és naptári hatásoktól megszürt adatok. Forrás: Magyarországra a KSH (MNB-külgaztás), a többi országra az Eurostat adatai.

Az ipari termelés növekedését lényegében a nagy exportértékesítéssel bíró gépipar élénkülése határozta meg, szerényebb mértékben a vegyipar is hozzájárult az utóbbi időszak magasabb növekedési ütemeihez.

## II-4. ábra

Az ipari termelés trendjének havi növekedési üteme és az ágazati növekedési hozzájárulások\*



\* Az ágazatok megfeleltetése a KSH ágazati kódjainak: élelmiszeripar: DA; könnyűipar: DB-DE; vegyipar: DF-DH; alapanyagipar: DI-DJ; gépipar: DK-DM; energia: E.

Az új exportrendelések az első negyedévi ellaposodás után ismét élénkülnek, így a termelés második negyedévi fellendülésének hátterében főként a javuló exportértékesítési lehetőségeket sejtjük. Az utóbbi időszak ipari termelési adatai alapján valamelyest a belföldi értékesítés is élénkülni látszik (csaknem négy év stagnálás után), a KSH módszertani megjegyzése szerint ennek azonban csak egy része jelent nettó értelemben növekedést.<sup>1</sup>

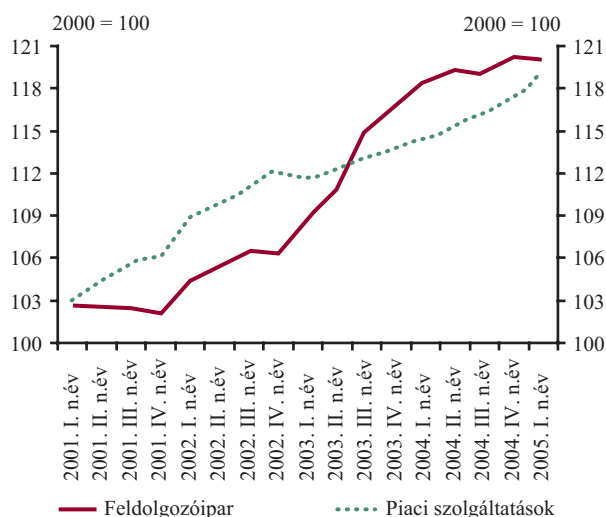
Hozzáadottérték-alapon a feldolgozóipar gyengébb teljesítménye is megfigyelhető 2005 első negyedévében (évesítve 1,2 százalékos visszaesés), azonban a bruttó kibocsátás áprilisi és májusi élénkülése valószínűleg a második negyedévi hozzáadott értékben is tükröződik majd. A GDP-ben nagyobb súlyú piaci szolgáltatások a várakozásokat meghaladó, évesítve 6,6 százalékos ütemben bővültek az első negyedévben. Továbbra is a szállítási és távközlési szolgáltatások, vagyis az elsősorban ugyancsak a külső ke-

<sup>1</sup> Az ipari termelésről szóló legutóbbi gyorstájékoztatóiban a KSH megemlíti, hogy a növekedés egy részét az energiakereskedelemben részt vevők egymás közötti növekvő mértékű forgalma eredményezte, ami az értékesítés bruttó jellegű megfigyeléséből adódóan a belföldi értékesítés statisztikában halmozódva jelenik meg, azt felfelé torzítva.

reszre reagáló alágazatok teljesítménye nőtt leginkább, míg a lakossági fogyasztáshoz kötődő kereskedelmi szolgáltatások csak mérsékelt ütemben bővültek.

### II-5. ábra

A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értékének alakulása



Az építőipar már az első negyedévben is viszonylag jelentősen bővült (hozzáadottérték-alapon 15,7 százalékkal nőtt évesítve), és havi bruttó termelési adatai alapján úgy tűnik, hogy az ágazat növekedése a második negyedévben is folytatódik. A korábbihoz képest lassúbb ütemű lakossági beruházások, továbbá a kisebb építőipari cégek fokozódó nehézségei miatt azonban a lendületet inkább a nagy állami infrastrukturális beruházások (mindegyik az autópálya-építések) adják.

### A lakossági fogyasztás fékeződése nem folytatódott

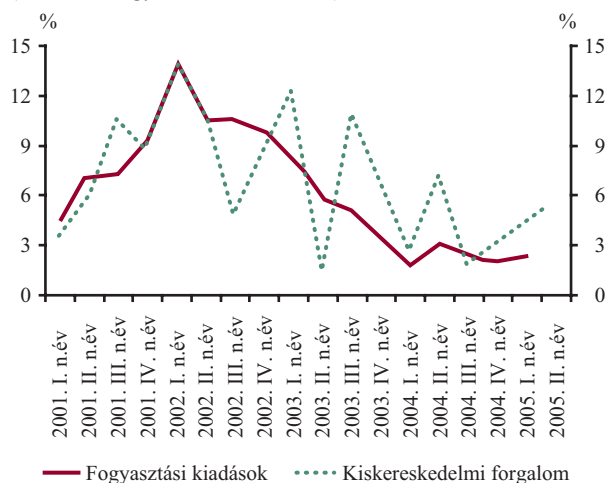
A lakosság fogyasztási kiadásai 2005 első negyedévében (évesítve) 2,6 százalékos ütemben bővültek, ez a dinamika 2004 második fele óta stabilizálódni látszik. A kiskereskedelmi forgalom

élénkülése a második negyedévre némi gyorsulás lehetőségét is előrevetíti a lakossági fogyasztásban. A háztartások azonban pénzügyi megtakarí-

### II-6. ábra

A lakossági fogyasztási kiadások és a kiskereskedelmi forgalom\* alakulása

(évesített negyedéves növekedés)



\* Teljes (gépjármű, -alkatrész és üzemanyag-értékesítést is tartalmazó) kiskereskedelmi forgalom.

tásaikat is növelik, így a korábbinál kedvezőbb jövedelmi kilátások mellett is csak viszonylag óvatos mértékben növekednek a lakosság fogyasztási kiadásai.

### Erősödő bizonytalanság a beruházások alakulását illetően

A konjunktúraciklus változásait viszonylag érzékenyen jelző mutatók a nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozás folytonos bővüléséről tanúskodnak. Az utóbbi időben ugyanakkor szinte minden egyes új adat jelentősen átrajzolta a növekedés dinamikájáról alkotott képünket.<sup>2</sup>

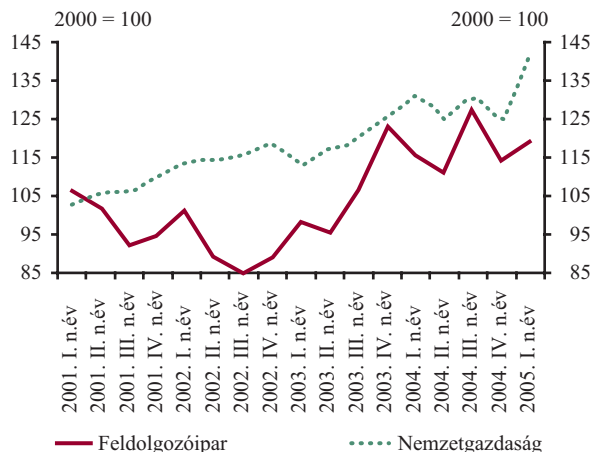
A rendelkezésünkre álló konjunkturális információk alapján múltkori jelentésünkben nem tartottunk

<sup>2</sup> A 2005 első negyedévi bővülés mértéke például csaknem 13 százalékos (azaz évesítve meghaladja a 60 százalékot), ami sokkal intenzívebb bővülés irányába mutat, mint amikor a jelentős visszaesést hozó 2004 negyedik negyedévi volt az utolsó tényadatunk. Immár harmadik egymást követő negyedévben figyelhető meg a szezonális kiigazítás lényegi revíziója, s a kiigazított idősorok zajossága is felerősödött. 2004-ben negyedévről negyedévre a százalékban két számjeggy visszaeséseket két számjeggy növekedések (és vice versa) követték a KSH szezonálisan kiigazított és kiegyensúlyozott adatai alapján, vagyis az idősor zajossága jelentős, nehezen magyarázható mértékben növekedett.

valószínűnek egy nagyobb élénkülést 2005 elején. A feldolgozóipar beruházásai azonban évesítve 20 százalék körüli növekedést mutattak az első negyedévben, ami még így is jócskán elmaradt a nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozás 61 százalékot elérő (évesített) bővülésétől. Mivel ez utóbbi növekedés nagy része a szállítás, távközlés gazdasági ágban jelentkezett, s a negyedéves beruházásstatisztikában az eredendően állami autópálya-építések is itt kerülnek elszámolásra, feltételezzük, hogy valójában ezek felgyorsulása húzódik meg a bruttó állóeszköz-felhalmozás ki-magasló első negyedévi bővülése mögött.

## II-7. ábra

A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása

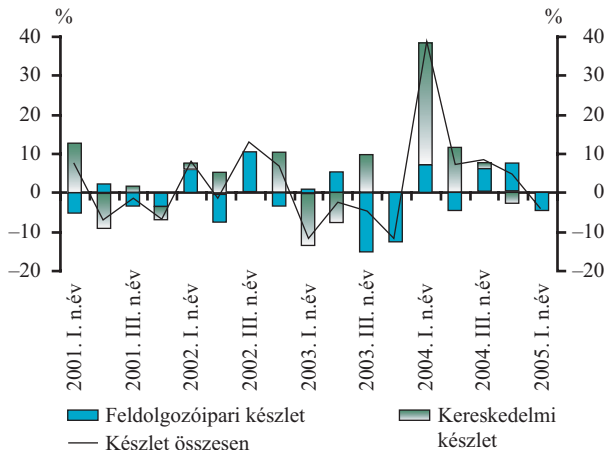


A második negyedévi beruházások szempontjából releváns indikátorokban (például kapacitáskihasználtság) nincs olyan új fejlemény, mely a feldolgozóipari beruházások erős fellendülése irányába mutatna. Így, ha csak az állami beruházások bővülése nem folytatódik a vélt, ki-magasló első negyedévi ütemben, a tavalyi évhez hasonlóan a második negyedév ismét korrekciónak bizonyulhat a nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozásban az első negyedévi növekedés után. 2005 első negyedévében mind a feldolgozóipari, mind a kereskedelmi készletek kisebb mértékben csökkentek. A második negyedév eddig eltelt időszakában mutatkozó erős feldolgozóipari értékesi-

## II-8. ábra

A készletek alakulása

(készletek összesen: a negyedév végi változatlan áras állományok változása; feldolgozóipari és kereskedelmi készletek: növekedési hozzájárulás a teljes készletváltozáshoz)



tés miatt a saját termelésű készletek feltételezhetően tovább csökkennek, a növekvő import azonban a vásárolt készletek állományát a magas értékesítési szint mellett is ellensúlyozhatja. A kereskedelmi készletek a 2004 eleji lehetséges „túlkészletezés” miatt valószínűleg továbbra is csökkenő tendenciát mutatnak.

## Változó exportorientáció, kérdőjelek

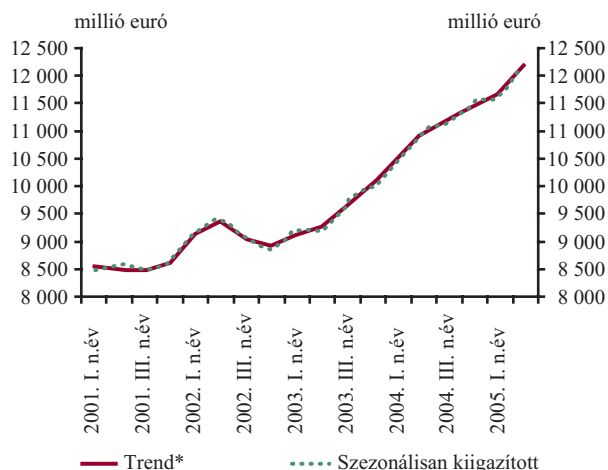
### az importadatokban

2005 eddig eltelt időszakában folytatódott az áruexport stabil növekedése. Az áruexport növekedésében a gépipari alágazatok járnak élen, de ezen belül is ki-magasló a jelentős kapacitásbővülésen átesett híradás-technikai fogyasztási cikkek gyártása (amely főleg a mobiltelefon-gyártást jelenti) és a járműgyártás.

Bár a magyar export növekedése továbbra is meghaladja exportpiacaink növekedésének ütemét, az EU-15 országcsoporton belüli piaci részesedésünk növekedése 2005 elején határozottan megtorpant. Ennek fő oka az, hogy a 2004. májusi EU-belépésünk óta exportszerkezetünk viszonylag gyors átalakulásba kezdett: az EU új tagország-

## II-9. ábra

Az áruexport alakulása  
(folyó áron)



\* Átmeneti hatásoktól megtisztított időszak. A júniusi adat előzetesnek tekintendő.

gaiba irányuló kivitelünk részesedése jelentősen megnőtt, elsősorban a régi tagországok részesedésének rovására. Az exportorientáció ilyen változása összefüggésben állhat azzal, hogy az EU-belépéssel megszűnő vámhatárok elsősorban a velünk együtt csatlakozó országok felé járhatott fokozott integrációs hatással.

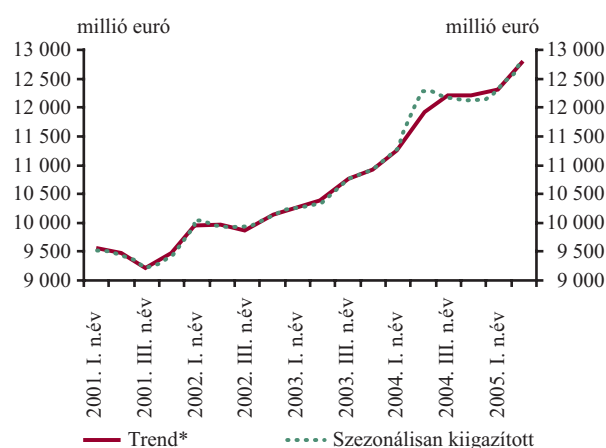
Az áruimport a korábbi stagnálás után a második negyedévben újra gyorsult. Ennek ellenére szintjében viszonylag alacsonyan maradt, így az áruforgalmi egyenleg az első félévben a tavalyinál jóval kedvezőbben alakult. Az importban lejátszódó folyamatok értelmezése jelenleg nagy bizonytalansággal terhelt. A külső egyensúlyi folyamatok és a GDP-statisztika utóbbi időben megfigyelhető belső ellentmondásai bizonytalanná teszik a külkereskedelmi statisztika megítélését, ugyanis az abban megjelenőnél nagyobb import irányába mutatnak.

### Gazdasági növekedés

A GDP 2005 első negyedévében 2,9 százalékkal bővült 2004 első negyedévéhez képest, a naptári hatások kiszűrésével azonban a növekedés mértéke ennél magasabb, 3,5 százalékos volt. Termelési oldal-

## II-10. ábra

Az áruimport alakulása  
(folyó áron)



\* A trend adatsoron a 2004. évre vonatkozóan az előrehozott importvásárlások és a közvámraktár-hatás miatti korrekciókat is elvégeztük. Az előbbi korrekciónál a 2004. március-áprilisi importnövekményből 350 millió eurót kivettünk, és azt szétszétva májustól az év hátralevő részére visszattettük. Az utóbbi korrekciónál a 2004. május-júliusi időszakon (c.i.f.-paritáson) összességében 419 millió euróval csökkentettük az import értékét. A közvámraktár-korrekció értéke véglegesen kikerült az adatsorból. A júniusi adat előzetesnek tekintendő.

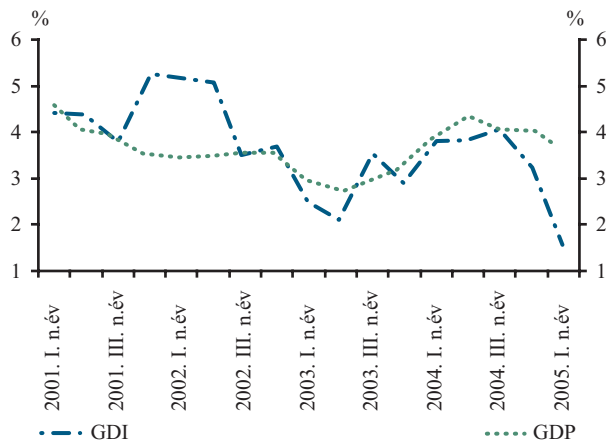
ról inkább a szolgáltatások, semmint az árutermelő ágazatok járultak hozzá a bővüléshez, míg a felhasználási oldalon a bruttó állóeszköz-felhalmozás és a nettó export hozzájárulása volt a legjelentősebb.

Ha a cserearányromlással korrigáljuk a GDP-t, akkor a bruttó hazai reáljövedelem (GDI) mutatóhoz jutunk, ami a külső egyensúly alakulásának megítélése szempontjából kifejezőbb a GDP-nél. A már az egész 2004. évet jellemző cserearányromlás miatt ez a mutató az elmúlt időszakban sorozatosan alacsonyabb növekedést mutatott a GDP-nél, s a cserearányromlás felerősödése miatt igen jelentősen elmaradt a GDP bővülésétől 2005 első negyedévében (mindössze 1,6 százalékkal nőtt 2004 első negyedévéhez képest).

A második negyedévben termelési oldalról az áru-termelő ágazatok élénkülése, felhasználási oldalról pedig a fogyasztás és a javuló nettó export élénkülő GDP-növekedést sejtet. Az Ecostat augusztus 15-én nyilvánosságra hozott gyorsbecslése a második negyedévre igen erős, 4 százalék körüli GDP-növekedést jelez az előző év azonos idősza-

## II-11. ábra

A bruttó hazai reáljövedelem (GDI)\* és a GDP alakulása (változás előző év azonos időszakához képest)



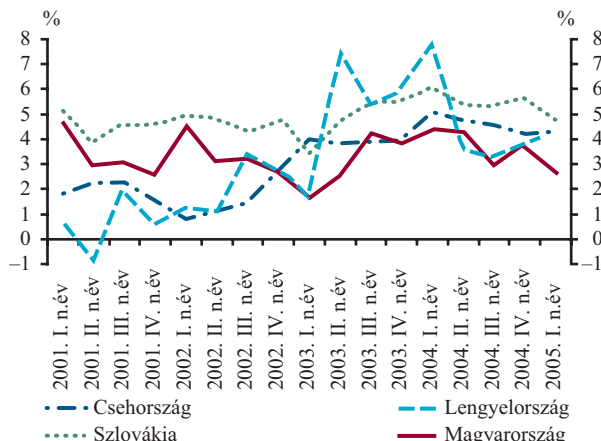
\* MNB-becslés. A GDP-adatok a KSH szezonálisan kiigazított és kiegyensúlyozott idősorából származnak.

kához képest. Az adatok értékelését azonban megnehezíti az importtal kapcsolatosan már említett bizonytalanság.

A közép-európai térség EU-hoz újonnan csatlakozott országaiban a gazdasági növekedés üte-

## II-12. ábra

A GDP növekedése térségünkben\* (évesített negyedéves növekedés)



\*Szezonálisan kiigazított adatok. Forrás: Csehország, Szlovákia: OECD; Magyarország: KSH; Lengyelország: alapadatok Eurostatból, saját szezonális igazítással.

me Lengyelország kivételével csökkenőben van. Az utóbbi bő két évben Magyarország gazdasági növekedése (negyedéves ütemek tekintetében) az alacsonyabbak közé tartozott a térségben.

### II-1. keretes írás: Bizonytalanság a GDP alakulásában

Amint arról a külkereskedelem és a külső egyensúly kapcsán beszámoltunk (I. IV. 3. fejezet), elképzelhető, hogy az adatgyűjtési rendszer tavalyi megváltozása a konjunktúra által indokoltnál alacsonyabb importadatokat eredményez. Kérdés, hogy az így kialakuló, a mögöttes folyamatokhoz képest jobb képet mutató nettó export befolyásolhatja-e – a folyó fizetési mérlegen túl – a GDP alakulását is.

Elvileg a GDP felhasználási oldalán, például a külkereskedelemnél felmerülő adatgyűjtési bizonytalanság nem feltétlenül hat az aggregált GDP-számra, mivel a termelési oldali számbavétel miatt ez a két oldal eltéréseiben, azaz az ún. statisztikai eltérés soron kell hogy (ellentétes előjellel) megjelenjen. A gyakorlatban, különösen negyedéves frekvencián azonban a termelési oldal becslése még bizonytalanabb, mint a felhasználási oldalé. Ezért amennyiben egy esetleg a mögöttes szintnél alacsonyabb mért importforgalom nem jár együtt

a belföldi felhasználás hasonlóan alacsonyabb szintjével, ez a konjunktúra egyéb folyamataihoz képest magasabb GDP-t eredményezhet.

Ha a hazai GDP elmúlt időszak alakulását vizsgáljuk, akkor látható, miközben a nettó export 2004 közepe óta jelentős mértékben javult, a „készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás” tétel korábban nem látott tartós módon és nagymértékben negatívvá vált. Azaz elképzelhető, hogy a konjunkturális folyamatokból adódónál alacsonyabb import hatására megugró felhasználási oldal ily módon került közelebb a termelési oldalhoz mért, alacsonyabb GDP-növekedéshez. Ez arra utalhat, hogy az alacsony kimutatott import miatt javuló nettó export csak kisebb mértékben emelheti a GDP-t.

Összességében a fenti kérdőjelek bizonytalanságot viznek a GDP-alakulás megítélésbe is; ezért az ideai GDP tény- és előrejelzés számait kellő óvatossággal érdemes kezelni.

## II. 2. Munkapiac

A munkapiaci folyamatokat 2005 első felében mérsékelt munkaerő-felhasználás, emelkedő aktivitás és munkanélküliség, valamint visszafogott bérnövekedés jellemezte. Mindez azt mutatja, hogy folytatódik a munkapiac feszességének 2004 második fele óta tartó oldódása. A legfrissebb tényadatok tükrében ugyanakkor a munkaerő-felhasználás, a munkanélküliség és a bérinfláció tekintetében is növekvő bizonytalanságot érzékelünk.

### Továbbra is mérsékelt munkaerő-felhasználás

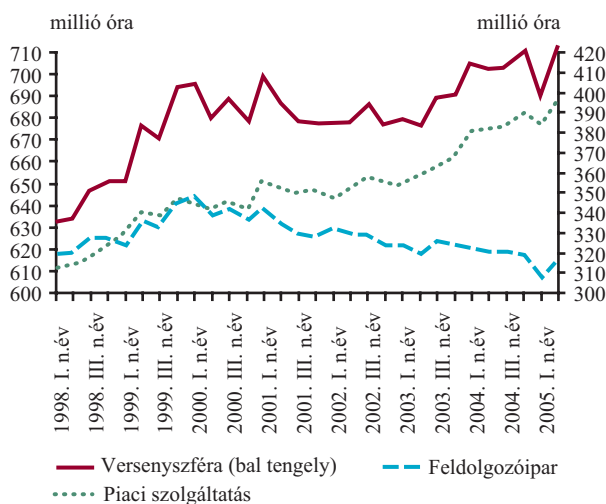
A versenyszféra munkaerő-felhasználásának korábbi élénkülése 2004 második felében megtorpant, és azóta stagnálni látszik. A munkaerő-felhasználás elsődleges mutatójának számító munkaóratömeg alapján a stagnálás mögött eltérő ágazati folyamatokat láthatunk. A feldolgozóipar munkaerő-felhasználásának csökkenése – az élénkülést mutató konjunktúra ellenére – folytatódik, míg a piaci szolgáltatások szektorban a munkaóratömeg emelkedése figyelhető meg.

A feldolgozóiparban a munkaerő-felhasználás csökkenése már 2000 vége óta tart, a 2003 óta élénkülő ipari konjunktúra ellenére. Ezzel szemben a piaci szolgáltatások szektor munkaerő-felhasználása – a szektor hozzáadott értékének lendületes növekedésével összhangban – egyenletes és dinamikus bővülést mutat, bár a növekedés az idei év eleje óta jó részt a munkaintenzitás emelkedésében és csak kevésbé a létszám bővülésében érhető tetten.

Az államigazgatásban foglalkoztatottakat is magában foglaló teljes nemzetgazdasági létszám az idei év első felében a versenyszférához hasonlóan szintén stagnáló munkakeresletet mutat. Ugyanakkor

### II-13. ábra

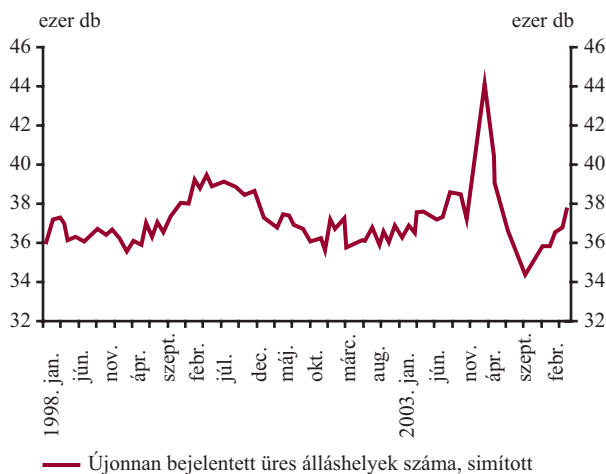
Munkaóratömeg  
(millió óra/negyedév)



kor az összességében stagnáló munkaerő-felhasználás képét árnyalhatja az újonnan bejelentett üres álláshelyek számának 2004 vége óta tartó növekedése. Bár az új álláshelyek száma még így is csak a 2002-es átlagos szinten áll, nem kizárt, hogy az emelkedés későbbi fordulópontra jelezze a vállalatok eddig visszafogott munkakeresletében.<sup>3</sup>

### II-14. ábra

Újonnan bejelentett üres álláshelyek



<sup>3</sup> Az újonnan bejelentett üres álláshelyek idősorának volatilitása 2004 januárja óta igen jelentősen emelkedett. Egyelőre nem világos, hogy a jelenség valóban változókényebb folyamatokat vagy az idősorban módszertani törést tükröz.

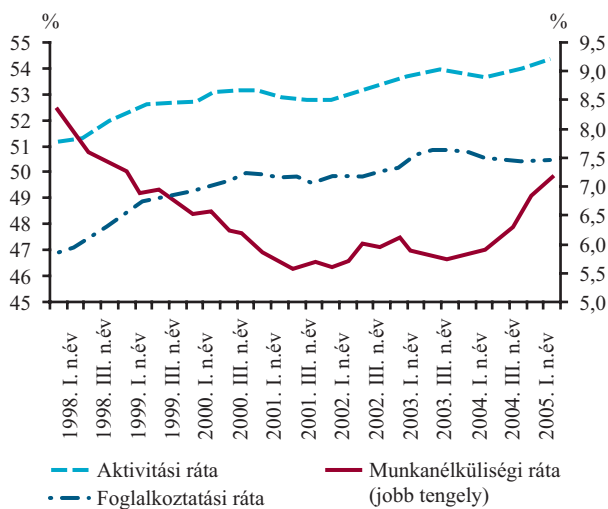


## Növekvő aktivitás, tovább emelkedő munkanélküliség

A második negyedévben folytatódott a munkanélküliek számának 2003 vége óta tartó emelkedése. A munkanélküliségi ráta meghaladta a 7 százalékot és szezonális hatásoktól megtisztítva változatlanul növekvő tendenciát mutatott.<sup>4</sup>

### II-15. ábra

**Aktivitás, foglalkoztatottság, munkanélküliség**  
(szezonálisan igazítva)



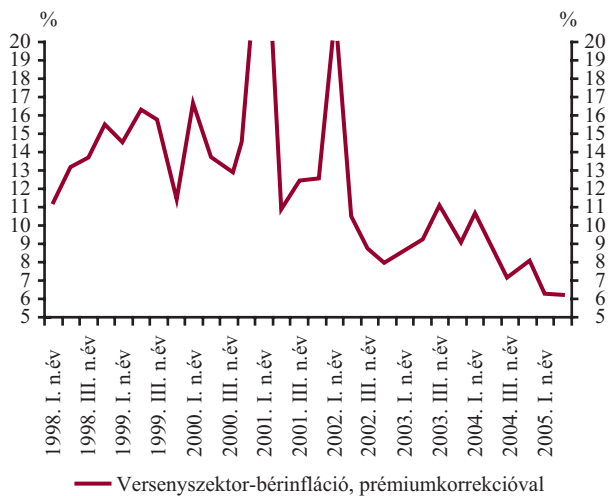
A legutóbbi folyamatok alapján úgy látszik, hogy a munkanélküliség emelkedéséhez a munkakereslet stagnálása mellett a növekvő munkakínálat, azaz az aktivitás fokozódása is hozzájárulhatott. A két jelenség együttesen a foglalkoztatási ráta csökkenésében és az aktivitási ráta ezzel párhuzamos növekedésében ragadható meg. A munkakínálat – visszafogott munkakereslet ellenére – bekövetkezett élénkülése egyelőre nehezen magyarázható.<sup>5</sup>

## Lassuló bérnövekedés a versenyszférában – nagy ingadozásokkal

A versenyszféra bérinflációjának alakulásában 2005 első félévében is fokozatos lassulást látunk. A jelenség egyrészt összhangban áll a munkapiaci feszesség oldódásával, másrészt azt mutatja, hogy a versenyszférabeli vállalatok fokozatosan alkalmazkodnak az alacsony inflációs környezethez. A bérinfláció mérséklődése mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásoknál megfigyelhető, bár úgy tűnik, hogy az év eleje óta a lassulás a feldolgozóiparban (különösen a gépiparban) nagyobb lendületet vett.

### II-16. ábra

**A bérinfláció alakulása a versenyszektorban\***  
(szezonálisan igazítva, évesített negyedéves növekedési ütem)



\* A prémiumkorrekció eredményeképp a rendszeres bérelemek dinamikája határozza meg az idősort. A korrekciót 2004–2005-ben a prémiumkifizetésekre saját becslésünk alapján végeztük el.

A bérinfláció mérséklődésének sebességét illetően ugyanakkor igen nagy a bizonytalanság. A bi-

<sup>4</sup> Bár a második negyedéven belül a június havi adat megtorpanást mutat, az időszor zajosságá miatt ezt egyelőre átmeneti jelenségként értékeljük.

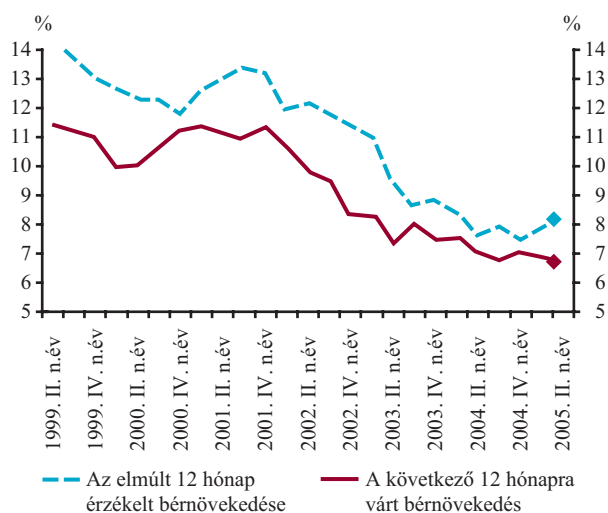
<sup>5</sup> Részletes vizsgálatok alapján a munkapiaci aktivitás fokozódása elsősorban annak tudható be, hogy a korábbi inaktívok között nőtt a munkakeresési hajlandóság, minek következtében az inaktívok egy köre az aktívok közé sorolódott. Demográfiai bontás szerint ez a folyamat elsősorban a 45–49 éves nők növekvő aktivitási rátájában és a 20–24 éves korosztály korábbi évekhez képest kevésbé csökkenő aktivitásában mutatkozik meg. A jelenség egybevégg azzal a hipotézissel, miszerint az inaktívok egy része közel olyan szorosan kötődik a munkapiachoz, mint a hivatalosan munkanélküli státusba tartozók, és ez a csoport akár a nemzetgazdasági munkaerő-tartalék részének is tekinthető.



zonytalanságot okozó legfőbb tényező, hogy a nem rendszeres (prémium jellegű) jövedelmek 2004-ben a szokásostól eltérő időben kerültek kifizetésre, ami az éves indexek szintjén az idei évben is megnehezítette a folyamatok értelmezését. A prémiumkifizetések rendhagyó szezonális viselkedését is figyelembe véve azonban a bérinflációs folyamat továbbra is csökkenő trendet mutat. Ennek alapján, valamint figyelembe véve a stagnáló munkakeresletet és a bérinflációs várakozások tartós csökkenését, 2005 második felében továbbra is mérsékelt bérinflációra számítunk.

### II-17. ábra

Várt és érzékelt bérnövekedés az MNB vállalati felmérése szerint\*



\* 2005. I. negyedévig Tárki, a II. negyedév óta a Medián által végzett vállalati adatgyűjtés alapján.

*A fajlagos bérköltség-növekedés gyorsulása várhatóan csak átmeneti*

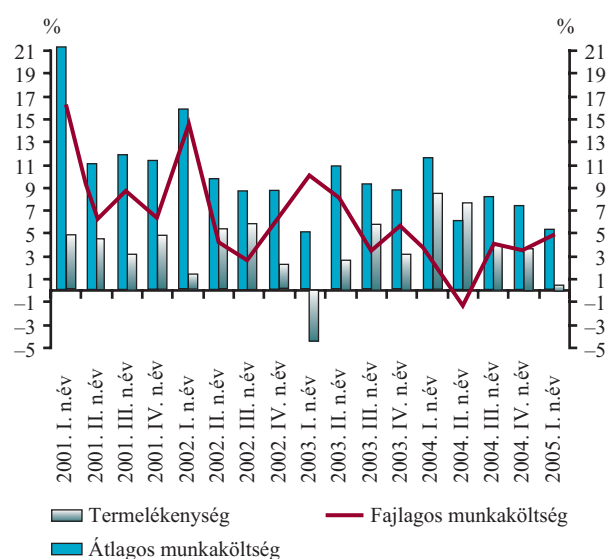
A bérinfláció lassulása ellenére a versenyszférában nominális fajlagos bérköltségek emelkedésének üteme, az inflációs nyomás egyik fontos költségoldali tényezője, 2005 első negyedévében kisé gyorsult. A gyorsulás arra vezethető vissza, hogy a termelékenység növekedését meghaladta a bérinfláció üteme (ez utóbbi kevésbé lassult). E folyamatok meghatározója alapvetően a feldolgozóipari termelékenység kedvezőtlen első negyed-

éves alakulása volt; a piaci szolgáltatásokat a termelékenység kismértékű javulása és ezzel együtt a fajlagos bérköltségek lassuló növekedési üteme jellemezte.

A rendelkezésünkre álló április-májusi információk alapján ugyanakkor úgy látszik, hogy a versenyszféra nominális fajlagos bérköltségének növekedése már rövid távon sem tekinthető tartósnak. A második negyedévben a versenyszférabeli termelékenységnövekedés jelentős javulása a bérinfláció további mérséklődése mellett várhatóan a fajlagos bérköltségek lassuló dinamikáját eredményezi.

### II-18. ábra

A nominális fajlagos bérköltség, a termelékenység és a bérek alakulása a versenyszférában (évesített negyedéves növekedési ütemek)

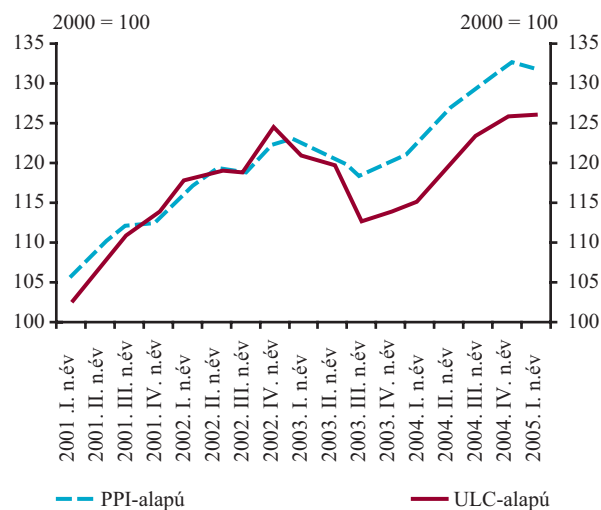


Az első negyedévben a versenyszféra reál-fajlagos bérköltsége, azaz a nominális fajlagos bérköltség termelői árakkal deflált mutatója is növekedett. A reál-fajlagos bérköltségek enyhe növekedése, mely 2004 második fele óta megfigyelhető, a versenyszektorban a vállalatok jövedelmezőségének romlását jelezheti; ugyanakkor átmenetinek tűnik, mert a második negyedévre – a nominális fajlagos bérköltségek lassulásával összhangban – várhatóan a reál-fajlagos bérköltség e növekvő trendje is megtörik.

A feldolgozóipari bérköltség-alapú reál-effektív árfolyamindex a fenti folyamatok ellenére – a nominál-effektív árfolyam felértékelődésének megtorpanása miatt – az első negyedévben már csak kissé értékelődött fel. A termelőiár-alapú reál-effektív árfolyam korábbi felértékelődő trendje hasonlóan megtörni látszik. Mindez összességében a feldolgozóipari vállalatok külpiazi versenyképességének kedvező alakulására utal, s a második negyedévre vonatkozó információink alapján a folyamat tovább erősödik.

## II-19. ábra

Reál-effektív árfolyamindexek alakulása\*



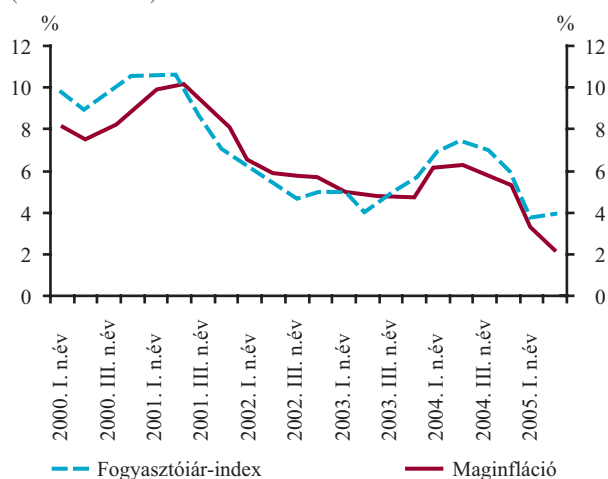
\* A reálfelértékelődést magasabb érték mutatja. PPI: termelőiár-index, ULC: feldolgozóipari fajlagosmunkaköltség-index.

## II. 3. Az infláció alakulása

2005 második negyedében a fogyasztóiár-index 3,8 százalék volt. Ez az érték 0,2 százalékponttal meghaladja az első negyedévi indexet. Az infláció elmúlt negyedévi emelkedése a maginfláció csökkenése mellett ment végbe, azaz az árindex emelkedése a maginfláción kívüli tételekhez köthető.<sup>6</sup>

### II-20. ábra

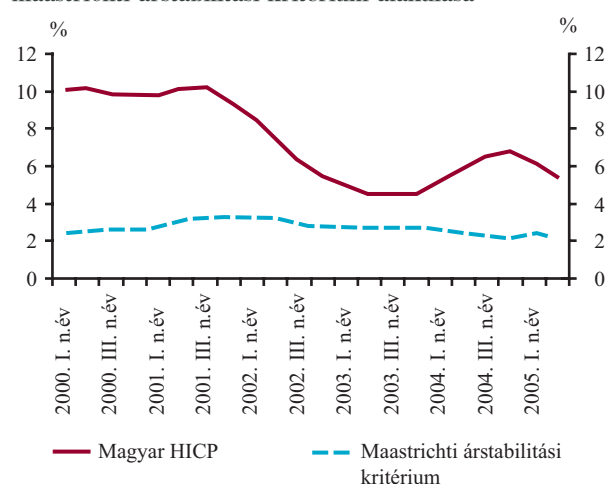
A fogyasztóiár-index és a maginfláció  
(éves változás)



Az elmúlt negyedévben tovább csökkent a magyar (harmonizált) fogyasztóiár-index 12 havi mozgóátlaga és a maastrichti árstabilitási kritérium közötti eltérés.<sup>7</sup>

### II-21. ábra

A magyar harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) és a maastrichti árstabilitási kritérium alakulása\*



\* Az éves indexek 12 havi mozgóátlaga alapján. 2004 májusától EU-25 alapján. A negatív 12 havi átlagos inflációjú tagállamokat kihagytuk, az Európai Központi Bank által a 2004-es Konvergenciajelentésben alkalmazott megoldást követve.

## II-1. táblázat

Kiemelt inflációs mutatók  
(éves változás, százalék)

	2004		2005	
	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év
Maginfláció	5,9	5,3	3,2	2,2
Feldolgozatlan élelmiszer	11,9	1,5	-2,2	5,0
Járműüzemanyag és piaci energia	7,6	10,0	6,4	8,7
Szabályozott árak	8,3	7,2	4,8	6,4
Fogyasztóiár-index	7,0	5,9	3,6	3,8

<sup>6</sup> Elemzésünk lezártakor tette közzé a KSH a 2005. július havi inflációs adatot. A fogyasztóiár-index 3,7 százalékos, illetve a maginfláció 1,6 százalékos értéke megerősíti az elemzésben vázolt képet.

<sup>7</sup> Bár az elmúlt negyedévben kissé magasabb volt a hazai infláció üteme, mint az I. negyedévben, a 12 havi mozgóátlag mégis csökkent, hiszen a 2004 közepi 7 százalék körüli indexek helyébe 4 százalék alatti indexek kerültek.

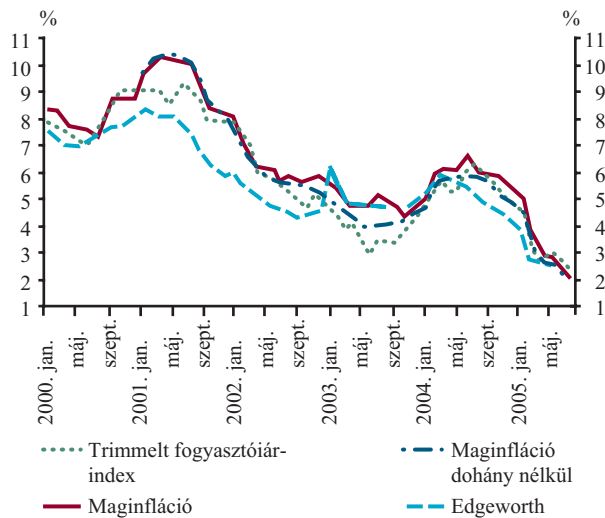
## Alacsony szintre süllyedt a maginfláció

2005 második negyedében folytatódott a maginfláció éves indexének 2004 közepe óta megfigyelt csökkenése, amit az alternatív trendinflációs mutatók is megerősítenek. A maginfláció negyedéves indexe – 2005 első negyedéhez hasonlóan – évesítve 1 százalék körül alakult.

## II-22. ábra

Alternatív trendinflációs indexek\*

(éves változás)



\* A trimmelt fogyasztóiár-indexnél mindkét oldalról 20 százalékot nyestünk le. Az Edgeworth-mutatónál 24 havi visszatekintő varianciával súlyoztunk. A maginfláció KSH-közlés; a dohány nélküli maginfláció MNB-bevallás. A trendinflációs mutatókról részletesen lásd a 2005. májusi jelentés II-1-es keretes írását.

A maginfláció csökkenése irányába hatott kínálati/költség oldalon az erős importverseny, ami mögött az importált feldolgozott termékek alacsony áremelkedése, a 2004 során felértékelődő, azóta pedig stabil forintárfolyam, az EU-csatlakozás óta jórészt megszűnő kereskedelmi korlátozások, illetve a versenytársak számának növekedése állt. A keresleti oldal is deflációs hatású volt, az elmúlt másfél évben a lakossági fogyasztás dinamikája jelentősen elmaradt az azt megelőző években tapasztalttól. Folytatódott az inflációs várakozások csökkenése is. Bár a maginfláció csökkenése, illetve tartósan alacsony szintje nem köthető valamely termék-csoportéhoz, a defláció a maginflációs körön

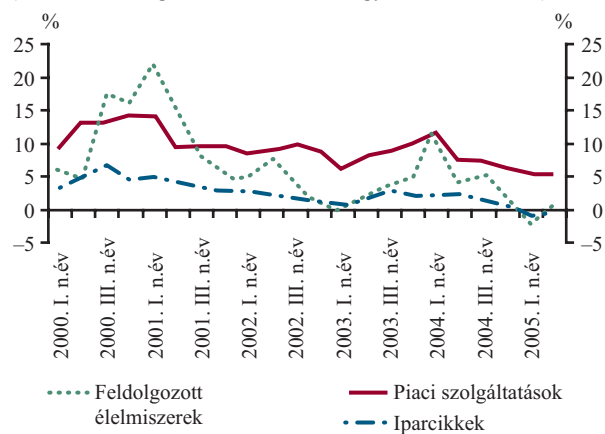
belül általánosnak tekinthető, mégis érdemes lehet néhány folyamatot alaposabban is megvizsgálni.

A megelőző negyedévhez hasonlóan a második negyedévben is csökkent az iparcikkek ára. Figyelemre méltó, hogy ezen belül a nem tartós iparcikkek ára is immár a második egymást követő negyedévben csökkent. A deflációt segítette, hogy az EU-ban is historikusan alacsony szintre süllyedt az iparcikkek inflációja.

## II-23. ábra

Főbb maginflációs tételek inflációja

(szezonalisan igazított, évesített negyedéves változás)



Az EU-csatlakozás importversenyt erősítő hatása tetten érhető a feldolgozott élelmiszerek, illetve a szeszes italok esetében. A feldolgozott élelmiszerek ára a 2005 első negyedévi csökkenés után lényegében stagnált a második negyedévben, míg a szeszes italok inflációja továbbra is jóval alacsonyabb a korábbi években tapasztaltnál. Utóbbiban szerepe lehet annak is, hogy 2005-ben nem került sor jövedékiadó-emelésre.

## A fogyasztói kosár maginfláción kívüli tétélei növelték az inflációt

Az emelkedő olaj- és nyersélelmiszer-árak az általános deflációs környezet ellenére 2005 második negyedében a fogyasztóiár-index növekedését okozták.

A járműüzemanyag árak 2005 második negyed- évében a megelőző negyedévhez képest – az euróban kifejezett olajárak 13 százalékos emelkedése mellett – 7 százalékkal nőttek. Az emelkedő járműüzemanyag-árak az adatok tanúsága szerint egyelőre nem fejtettek ki általános inflációs nyomást.

A nyersélelmiszer-árak egy negyedév alatt közel 8 százalékkal emelkedtek. Ez, a korábbi várakozásainkat jóval meghaladó emelkedés a szezonárak élelmiszerek ilyenkor szokottnál jóval erőteljesebb áremelkedéséhez köthető. Iparági szak-

értők véleménye szerint az áremelkedést javarészt a szűkös kínálat okozta, amit import sem pótol. Regionálisan kitekintve megállapítható, hogy a Magyarországon bekövetkezett áremelkedés egyedi volt, a környező országokban a feldolgozatlan élelmiszerek ára stabilan alakult, illetve az áremelkedés jóval kisebb volt a hazainál.

A szabályozott árak inflációja jelentősen, mintegy 1,5 százalékponttal nőtt az elmúlt negyedévben. Emögött azonban bázishatás állt: az éves indexből kiesett a gyógyszerárak 2004. áprilisi 12 százalékos csökkentése.

## II-2. keretes írás: Nyersélelmiszer-árak alakulása a régióban

Az elmúlt hónapokban a magyar nyersélelmiszer-árak – a normál szezonálitáson felül – több mint 10 százalékkal emelkedtek. A többi régióbeli EU-tagországgal összehasonlítva megállapítható, hogy ebben a termékkörben az elmúlt hónapokban érdemi áremelkedés Magyarországon kívül csak Szlovákiában

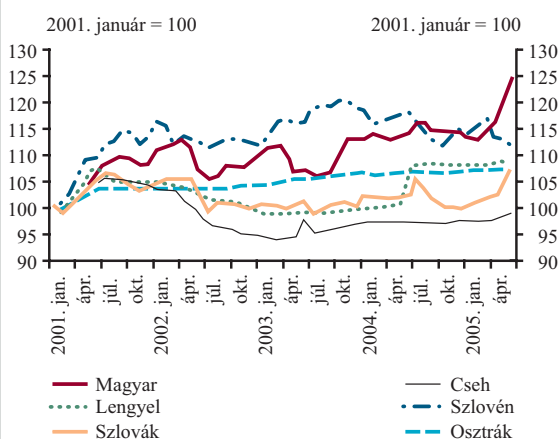
volt tapasztalható, de az áremelkedés mértéke ott is elmaradt a hazaitól.

Hosszabb távra visszatekintve az is megállapítható, hogy a régióban 2001 óta nálunk volt a legnagyobb a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése.<sup>8</sup> Ugyanakkor nem világos, hogy mi áll ennek hátterében, hiszen a termékkör két legnagyobb

### II-24. ábra

#### A feldolgozatlan élelmiszerek árának alakulása a régióban

(szezonálisan igazítva)

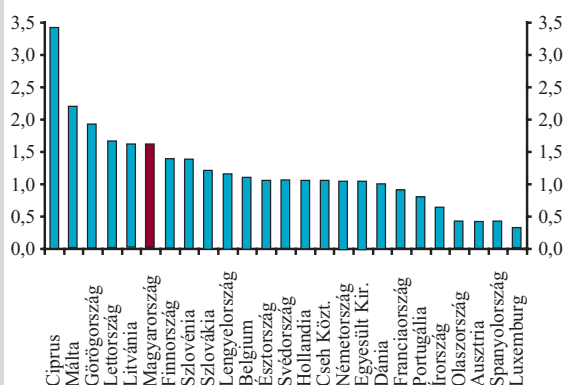


Forrás: Eurostat.

### II-25. ábra

#### A nyersélelmiszer-árak szezonálisan igazított havi indexeinek szórása\*

(százalék)



\* Forrás: Eurostat. Mintaidőszak: 2001. január–2005. június.

<sup>8</sup> Azért 2001-től végeztük el az összehasonlítást, mert ekkortól áll rendelkezésre mindegyik országra összehasonlítható idősor az Eurostat NewCronos adatbázisában.

súlyú csoportjának (hús, illetve szezonális élelmiszerek) ár-színvonala Magyarországon nem alacsonyabb, mint számos más régióbeli EU-tagországban, azaz az árak konvergenciájának hipotézise önmagában nem magyarázhatja ezt a folyamatot. Mindemellett az is feltűnő, hogy a magyarországi

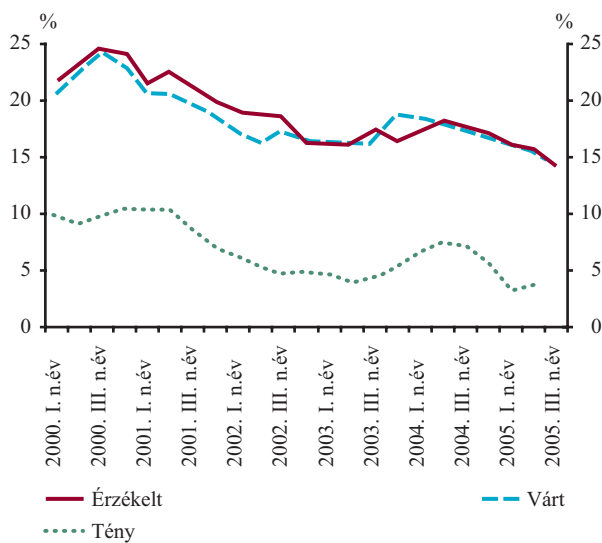
nyersélelmiszer-ár a leginkább változékonyak közé tartozik az Európai Unióban. Emögött állhat árstatisztikai módszertani eltérés, vagy akár az egyes országok termékpiaconak strukturális (például szabályozási, versenyintenzitási) eltérése is.<sup>9</sup>

## Folytatódott az inflációs várakozások csökkenése

Az elmúlt időszak dezinflációját a gazdasági szereplők körében az érzékelt és a várt infláció csökkenése kíséri. 2005 második negyedévében a lakosság inflációs „közérzete” javult az MNB, illetve nem változott a GKI felmérése szerint.

### II-26. ábra

A lakosság által érzékelt és várt infláció alakulása az MNB felmérése szerint\*

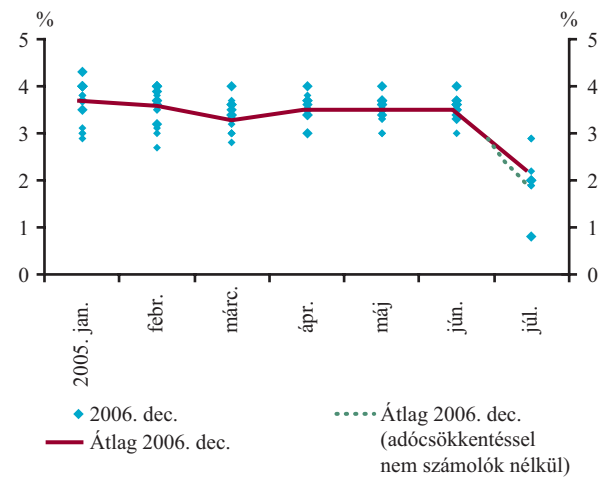


\* Az MNB által megrendelt, a Medián által végzett lakossági adatgyűjtésre alapozott felmérés alapján.

A professzionális elemzők júniusban mintegy 1,5 százalékponttal csökkentették a 2006 decemberére vonatkozó inflációs előrejelzésüket, amiben meghatározó lehetett a tervezett indirektadó-csökkentés kormányzati bejelentése. Amennyiben kiszűrjük azokat az elemzőket, akik minden bizonnyal (a felméréskor még) nem számoltak az adócsökkentéssel, akkor az elemzők 2006 végi inflációra vonatkozó átlagának csökkenése még számottevőbb.

### II-27. ábra

A professzionális elemzők Reuters-felmérésbeli inflációs előrejelzései



<sup>9</sup> A kapcsolódó módszertani kérdésekről lásd bővebben: Diewert: *Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations*; ECB Working Paper No. 130, 2002 March.

### III. Inflációs kilátások







Előrejelzésünk egy lehetséges makrogazdasági pályát mutat be, amelynek bizonytalansága a szokásosnál jóval nagyobb. A nemrég bejelentett jövőbeni kormányzati intézkedések ugyanis csak részleges információt jelentenek, továbbra sem ismertek a 2006–2007-es költségvetési politika kulcselemei, melyek összhatására feltevés nélkül élünk. Miközben alapesetben az eddig bejelentett intézkedések önmagukban a hosszabb távú inflációs pályát nem változtatják érdemben, jelentős mértékben növelik az egyensúlyi kockázatot. Mindez igen bizonytalanná teszi az alappályát, hiszen egy, keresleti hatásában a feltételezettnél lazítóbb vagy szigorúbb költségvetési politika más növekedési, inflációs és egyensúlyi pályát valószí-

núsítene; ami a fenntarthatósági várakozások befolyásolásán keresztül a monetáris kondíciók alakulására is visszahatna.

Előrejelzésünkben tehát alapesetben, hosszabb távon stabil inflációs környezettel számolunk. Alappályánkban keresleti oldalon az inflációs nyomás erősödésére számítunk: várakozásaink szerint a lakossági fogyasztás és a GDP korábbiaknál élénkebb ütemben nőhet. Ezzel szemben a 2007-re várható inflációt mérsékli más tervezett kormányzati intézkedések munkaköltség-csökkentő hatása. Így a maginfláció – a 2006-os átmeneti esés után – a jelenleginél némileg magasabban, 3 százalék fölött, a fogyasztóiár-index pedig jövőre 2 százalék alatt, 2007-ben 3 százalék körül várható.

## III-1. keretes írás: Feltevéseink és az alappálya törékenysége

Előrejelzésünknek a májusi fordulóhoz képest történt elmozdulásában csak az olajárak elmúlt időszak emelkedésének van érdemi szerepe alapfeltevéseink közül, amelynek eredményeként 2006-ra és 2007-re 60 dollár közeli olajárakkal számolunk.

Előrejelzésünkben számoltunk egyes, a kormány által nemrég bejelentett jövőbeni intézkedések hatásával (adócsökkentési program, családtámogatási rendszer bővítése, mini-

málbér-emelés; részleteket l. a IV. fejezetben). Ezen intézkedések önmagukban jelentős fiskális keresleti lazítást jelentenek, miközben még nem ismertek az ennek ellensúlyozására tervezett további intézkedések részletei. Makrogazdasági előrejelzésünk mögött implicit módon az a feltevés áll, hogy a kormányzat szigorú bérlpolitikán, a beruházási kiadások időben fokozódó mértékű visszafogásán és a nem lekötött típusú folyó kiadások reálértékének csökkentésén keresztül,

### III-1. táblázat

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink

	2005	2006	2007
Jegybanki alapkamat (százalék)**	6,75	6,75	6,75
5 éves hozam (százalék)**	6,25	6,25	6,25
Forint/euró árfolyam (forint)*	246,9	246,5	246,5
Dollár/euró árfolyam (cent)*	124,5	120,5	120,5
Brent olajár (dollár/hordó)*	54,1	59,5	58,0

\* Éves átlag, a 2005. júliusi átlagos adatok kivételése alapján.

\*\* Év végi értékek.

részben keresletszűkítő módon ellensúlyozza a jelzett intézkedések hiánynövelő hatását. Ezzel együtt alappályánkban a fiskális politika – az ideig, a GDP közel 1 százaléka becsül-

hető élénkítés után – 2006–2007-ben összességében a GDP további 0,5-1 százaléka megfelelő mértékben élénkíti a keresletet.

## A konjunktúra élénkülése várható

Az elkövetkező időszakban a külső kereslet egyenletes bővülésével és dinamikus hazai exportnövekedéssel számolunk. Bár az exportpiacaink bővülése 2005 első negyedében elmaradt a várttól, hosszú távon továbbra is a külső kereslet lassú, de stabil növekedésével számolunk. Külkereskedelmi partnereink belföldi felhasználásának stagnálása továbbra is jelentős bizonytalansági tényező a külső kereslet megítélésében, amelyet némileg enyhít az európai üzleti várakozások elmúlt időszaki javulása.

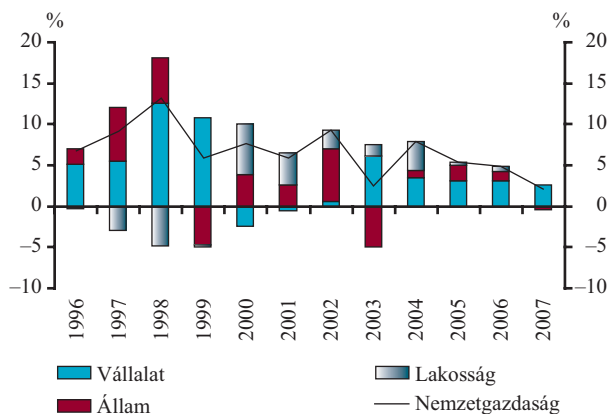
A hazai exportbővülés az év első felében jelentősen meghaladta a külföldi piacok növekedését. Ezt részben átmeneti jelenségnek véljük és az év második felében az exportnövekedés trendhez való visszatérésével számolunk.

A növekvő exportlehetőségek kielégítése feltételezésünk szerint a vállalatokat kapacitásaik folyamatos bővítésére ösztönzi, és ezáltal az elkövetkező időszakban a vállalati beruházások egyenletes növekedésével számolunk. A tágran értelmezett állami beruházások esetén ugyanakkor – a folyamat szokásos ciklikusságával szemben – 2006-ra csak minimális növekedést, 2007-re pedig már visszaesést feltételezünk.

A munkapiacra a bejelentett kormányzati intézkedések egymással részben ellentétes hatásai jelentősen növelik a jövőbeni folyamatok megítélésének bizonytalanságát. Összességében a csök-

## III-1. ábra

A beruházások alakulása szektorok szerint\*<sup>10</sup>



\* A különböző szektorok hozzájárulása az összes beruházáshoz.

kenő bérinflációs tendencia átmeneti megtorpanásával számolunk. Ennek háttérében a bejelentett 2006-os differenciált minimálbér-emelés áll, amelynek közvetlen hatását az áfacsökkenés csak kis részben ellensúlyozza. Feltevésünk szerint 2007-ben az erősödő belföldi konjunktúra ellenére a béremelkedési ütem lassulására számítunk, egyrészt a mérsékelt munkakereslet miatt.<sup>11</sup> A nemzetgazdasági létszám esetében a korábban vártnál visszafogottabb növekedést prognosztizálunk. Ezt a közszféra feltételezett létszámleépítésén túl az indokolja, hogy feltételezésünk szerint a minimálbér-emelés hatására a versenyszférában kismértékű létszámcsökkenés következik be. Ezen folyamatok eredményeképp a munkanélküliség a 2004-2005-ös emelkedést követően 7 százalékos körüli szinten fog stabilizálódni. Ezen feltételek mellett a feldolgozóiparban a fajla-

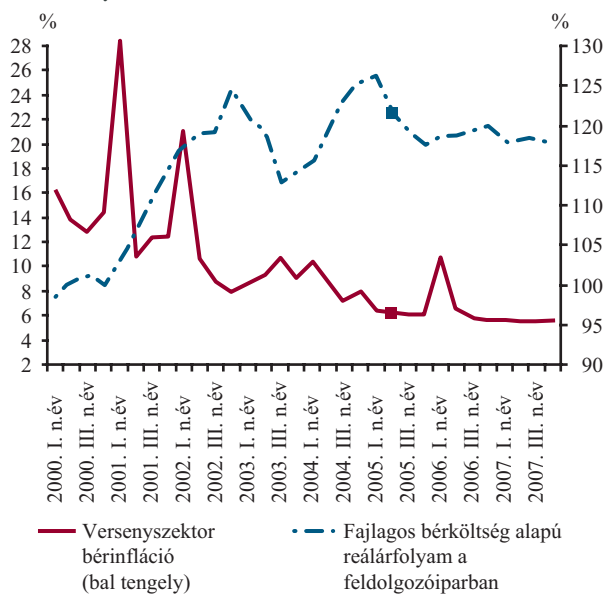
<sup>10</sup> Fontos hangsúlyozni, hogy a beruházások vállalati és állami szektor közötti megosztása 2003 után igen bizonytalan, mivel nincsenek pontos adataink az autópálya-beruházás volumenéről. A szektorális megbontást a KSH két év késéssel közli.

<sup>11</sup> A minimálbér-emelés hatásánál nem számoltunk sem a munkakínálat bővülésével, sem tovagyrúzó béremelkedési (bértorlódási) hatással.

gos munkaköltség-alapú reálárfolyam némi gyengülésére számítunk, amit kezdetben inkább a termelési dinamikák növekedése, később a járulékos költségek kormányzati intézkedések miatt feltételezett csökkenése okoz.

## III-2. ábra

A versenyszféra bérei és a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam\*

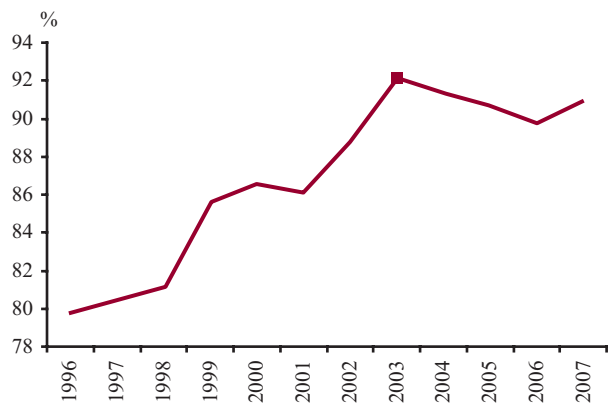


\*Bérek: évesített negyedév/negyedév index, reálárfolyam: 2000=100, a növekedés felértékelődést jelent.

Az eddig bejelentett kormányzati intézkedések – főleg az áfacsökkentés és a családtámogatás bővítése – hatására emelkedik a lakossági reáljövedelem, ami élénkülő fogyasztáshoz, megtakarításhoz és lakossági beruházáshoz vezet.<sup>12</sup> Előrejelzésünk szerint a reáljövedelmek emelkedése a háztartások fogyasztásában tompítottan jelentkezik. A megtakarítások óvatossági motívumának erősödését a munkanélküliség tartósan magas szintje indokolja. A reáljövedelmek fogyasztást meghaladó növekedése az előrejelzési időszakban a lakosság pénzügyi megtakarításainak emelkedését eredményezi. Emellett a lakossági beruházások is bővíhetnek, így 2007-ben a korábbiakkal ellentétben akár növekedés is elképzelhető e téren.

## III-3. ábra

A fogyasztási ráta alakulása\*



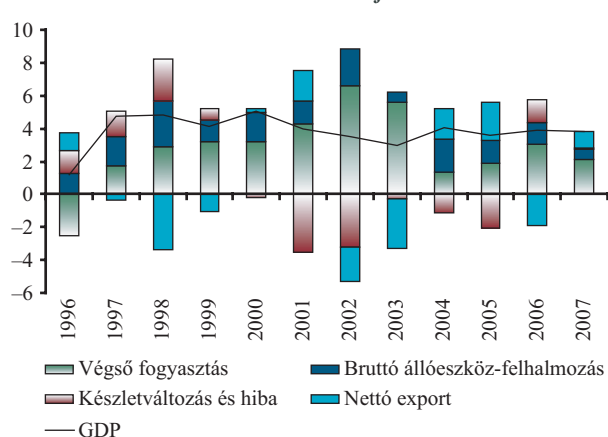
\*Háztartások fogyasztási kiadásai/rendelkezésre álló jövedelme. Ez utóbbi 2004-re MNB-becslés.

Az élénk belső kereslet miatt az importkereslet kevésbé lassul, mint az export növekedése, így 2006-ban a nettó export romlik (a Gripen-beszerezés hatásától szűrtén stagnál). Az előrejelzési időszak végén ugyanakkor ismét mérsékelt javulással számolunk, ami az állami beruházások feltételezett visszaesésével áll összefüggésben.

Konjunktúra-előrejelzésünk – a bejelentett kormányzati intézkedések hatására élénkülő lakossági fogyasztás nyomán – alapesetben a korábbiaknál erősebb növekedést mutat. GDP-prognózi-unk az előrejelzési horizonton felfelé mozdult,

## III-4. ábra

A GDP növekedéséhez való hozzájárulás\*



\* Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP éves növekedéséhez, százalékpontban. Az ábra tartalmazza a Gripen-beszerezés GDP-beli elszámolását is.

<sup>12</sup> A minimálbér-emelés kapcsán nem feltételezünk közvetlen jövedelemhatást (lásd IV. 5 fejezet).

2006–2007-ben közel 4 százalékos GDP-növekedéssel számolunk. Figyelembe véve, hogy becsléseink szerint a gazdaság kínálati oldali kapacitásai által meghatározott, ún. potenciális növekedési üteme inkább a 3-4 százalékos sáv közepére tehető, *összességében az elkövetkező időszakban némileg a hosszú távon fenntartható ütem fölötti növekedést, azaz a keresleti oldali inflációs nyomás fokozatos emelkedését prognosztizáljuk.*

### *Alapesetben hosszabb távon 3 százalék körüli infláció várható*

2006-ban önmagában az áfacsökkentés közvetlen hatásaként a fogyasztóiár-index – várakozásaink szerint – 1,4 százalékponttal mérséklődik. Ez a maximális 1,9 százalékpontos hatáshoz képest részleges átengedést feltételez (lásd IV. 4. fejezet). Az előrejelzési periódus vége felé az áfacsökkentés közvetett, például a fogyasztási kereslet élénkülésén keresztül érvényesülő hatásai részben fokozatosan korrigálják ezt az árszint-csökkentő hatást, növelve az inflációs nyomást.

Az importált infláció – feltételezésünk szerint – továbbra is segíti az alacsony inflációs környezet fennmaradását. Az előrejelzési horizonton stabilnak feltételezett alacsony importált infláció hatását a stabil árfolyam és a továbbra is élénk piaci verseny erősítheti. Az olajárak emelkedése ezzel ellentétben a korábbinál magasabb inflációs nyomást jelent. Ugyanakkor úgy véljük, hogy a külső tényezők hatása fokozatosan gyengül, és az infláció alakításában a belföldi, a fajlagos munkaköltségekkel összefüggő tényezőknek egyre jelentősebb szerepe lehet.

A fajlagos munkaköltségek várhatóan kedvező alakulása a keresleti oldali inflációs nyomást időben előrehaladva egyre inkább ellensúlyozza. 2006-ban a minimálbér-emelés munkaköltség-

növelő hatását ellensúlyozza a termelékenység várhatóan dinamikus bővülése és az egészségügyi hozzájárulás fokozatos csökkentése. 2007-ben tovább mérsékli a munkaköltségeket a tb-járulék tervezett 3 százalékpontos mérséklése és az egészségügyi hozzájárulás teljes eltörlése. A bérek és a termelékenység várhatóan kedvező alakulását feltételezve így 2007-ben a fajlagos munkaköltségek nominálisan is nagyjából az előző évi szinten maradnak.

Összességében úgy véljük, hogy az élénkülő fogyasztás és trend feletti gazdasági pálya által előidézett keresleti nyomás csak kismértékben gyűrűzik be a fogyasztóiár-indexbe, a 2006-os áfacsökkentés közvetlen hatása és a 2007-es fajlagos munkaköltség-csökkenés miatt. Előrejelzésünk szerint a maginfláció 2006-ban átmenetileg jelentősen lassul, majd 2007-ben – feltételezve a jövedéki adó szokásos emelését – 3 százalék körül ingadozik. Az egyéb tételekre vonatkozó feltevéseink mellett a fogyasztóiár-index növekedését 2006 át-

## III-5. ábra

**Az infláció trendjének alakulása az alappályában\***  
(évesített negyedéves növekedési ütemek, százalék)



\* Az MNB által elemzési, előrejelzési célra használt, a maginflációs index becslésére szolgáló, négy tételből (feldolgozott élelmiszerek, iparcikkek, piaci szolgáltatások, szeszes italok és dohánytermékek) összesúlyozott mutató. A mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált maginflációs indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ vele. 2006 és 2007 első negyedévében az előrejelzés feltételezi a dohány és alkohol jövedéki adójának szokásos mértékű emelését (ez éves szinten 0,2-0,3 százalékpontot ad hozzá a maginflációhoz).

lagában valamivel 2 százalék alá, 2007-ben 3 százalék közelébe prognosztizáljuk.

### *Előrejelzésünk bizonytalansága fokozódott*

A nagyszámú bejelentett kormányzati intézkedés hatásainak számszerűsítéséhez számos feltevésel élünk, amelyek a korábbi időszakhoz képest jelentősen növelték előrejelzésünk bizonytalanságát. A kormányzati bejelentések részleges jellege – mivel a tervezett intézkedések költségvetési egyensúlyt rontó hatása, illetve ellensúlyozásának módja még nem ismert – rendkívüli módon előtérbe állítja alappályánk törékenységét. Ezt a hatást azonban nem tudjuk számszerűsíteni.

A számszerűsíthető előrejelzési kockázat egyik forrásaként jelentkező áfacsökkentés közvetlen hatásának mértéke alapvetően árupiaci jellemzők függvénye: függ a verseny mértékétől, az adott termék keresleti rugalmasságától és az ártranszparenciától. Az áfacsökkentés hosszabb távú hatásainak értékelésekor egyéb kockázati tényezők is felmerülnek. A legjelentősebb az áfacsökkentés tovagyrűzése körüli bizonytalanság, amely az élénkülő kereslet miatt, megítélésünk szerint felfelé irányuló kockázatot jelent az infláció szempontjából. Az előrejelzetnél alacsonyabb inflációs pályához vezetne viszont, ha alapfeltevésünkkel ellentétben az áfacsökkentés beépülne az inflációs várakozásokba vagy a munkakínálat a feltételezettnél rugalmasabban reagálna a fogyasztói reálbérek emelkedésére.

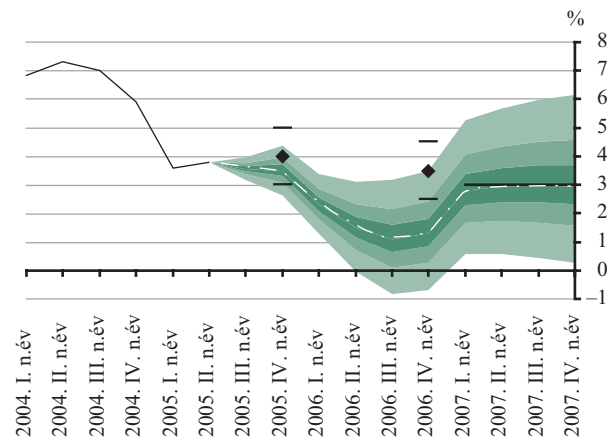
A minimálbér-emelés közvetlen hatásánál nem számolunk jövedelemnövelő hatással, illetve a hosszabb távú hatásokat tekintve nem feltételeztünk számottevő bértorlódási hatást, illetve pozitív munkakínálati reakciót sem. Mindezen feltevések jelentős bizonytalanságot hordoznak.

A regulált árak, a feldolgozatlan élelmiszerek árai, és az olajár-feltevéseink bizonytalansága szintén jelentős, bár ennek konkrét irányultsága 2007 tekintetében nem egyértelmű.

Összességében, *a monetáris politika szempontjából releváns horizonton, 2007-ben az inflációs előrejelzésünk bizonytalansági eloszlása az inflációs cél körül nagyjából kiegyensúlyozottnak tekinthető.*

### III-6. ábra

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\***  
(előző év azonos időszakához képest, százalék)



\* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékos valószínűséget fed le. Az év végi pontok, illetve 2007-től a folytonos vízszintes vonal a meghirdetett inflációs célok értékét mutatják.

A legyezőábrában megjelenő, előrejelzési bizonytalanságon túlmenően jelentős a fenntarthatósági kockázat is. A tervezett kormányzati intézkedések ugyanis önmagukban jelentős egyensúlyrontó hatást jelentenek. Bizonytalanságot okoz, hogy milyen mértékben és módon fogja ezt a 2006–2007-es költségvetés ellensúlyozni. Előrejelzésünkben implicit módon feltételeztük, hogy bár a jövőbeli költségvetési lépések részben ellensúlyozzák a bejelentett intézkedések és a már ismert egyéb determinációk keresletnövelő hatását, a költségvetés összességében élénkíti a keresletet.



## IV. Aktuális kérdések







## IV. 1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz

A májusi jelentés publikálása óta nyilvánosságra került információk a teljes előrejelzési horizonton érdeemben befolyásolták inflációs előrejelzésünket. Míg az idei évre döntően a maginfláción kívüli téte-

lek vártnál erőteljesebb áremelkedése eredményezte a magasabb prognózisunkat, addig 2006-os inflációs előrejelzésünk változásában a kormány által bejelentett áfacsökkentés hatása vált a dominánssá.

### IV-1. keretes írás: Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre

A legutóbbi jelentés publikálása óta ismertté vált információk alapján a kormányzati döntések a teljes előrejelzési horizontunkon és érdeemben befolyásolják az infláció és a gazdasági növekedés várható alakulását.<sup>13</sup>

Előrejelzésünkben a 25 százalékos *áfakulcs* 2006-ra tervezett *5 százalékpontos csökkentése* lényegi inflációs és reálgazdasági hatásokat eredményez. A hivatalosan bejelentett áfacsökkentés a vállalati szektor alkalmazkodásától függően a következő évre alacsonyabb fogyasztóiár-index előrejelzést eredményezett, míg a közvetett hatások 2007-ben már a kissé magasabb infláció irányába hathatnak. Ezzel párhuzamosan a megemelkedő lakossági reáljövedelmek a korábbiaknál erőteljesebben növekvő lakossági fogyasztást indokolnak, ami ennek megfelelően a teljes előrejelzési horizontunkon élénkebb gazdasági növekedéssel párosul (bővebben lásd IV. 4. fejezet).

A *minimálbér* differenciált *emelése* kínálati oldalról a fogyasztói árak gyorsabb emelkedését indokolja, hiszen a növekvő minimálbér a vállalati szektor számára emelkedő munkaköltségeket eredményez (lásd IV. 5. fejezet).

A munkáltatókat terhelő *társadalombiztosítási (tb-) járulék* 2007. évi csökkentése és a tételes *egészségügyi hozzájárulás* eltörlése a munkaköltségek csökkenésén keresztül részben kompenzálhatja a korábbiakban említett, jellemzően a fogyasztási kereslet emelkedéséből adódó másodlagos inflatorikus hatásokat.

2006-ban lakossági többletjövedelmet generálnak a *családtámogatási rendszer* bejelentett módosításai is. Bár a családi adókedvezmények köre jelentősen leszűkül, ám ezzel egy időben a családi pótlék nagysága közel megduplázódik. Mivel ez utóbbi hatás jelentősen túlkompensálja az adókedvezmények megvonását, így a háztartások jövedelmét és fogyasztási keresletét ezen módosítás is érdeemben emelheti.

Össességében a jelzett intézkedések önmagukban fiskális lazítást, hiánynövekedést jelentenek. Bár feltevéseink szerint ennek egy részét keresletszűkítő módon ellensúlyozza a fiskális politika, eredő hatásában így is a májusi előrejelzésbelinél lazább fiskális pálya áll implicit módon makrogazdasági előrejelzésünk mögött.

<sup>13</sup> A tervezett kormányzati lépésekről a <http://www.magyarorszag.hu/100lepes/> honlapon megjelent hivatalos információkat vettük alapul.

Aktuális prognózisunkban érdemben felfelé módosítottuk a gazdasági növekedésről készített előrejelzésünket. A májusi jelentésben publikálnál élénkebb GDP-növekedést döntően a kormány által bejelentett fiskális intézkedések (adócsökken-

tés, családtámogatás bővítése) határozzák meg. Ezen intézkedések több csatornán keresztül is jelentősen növelik a háztartások jövedelmeit, ami a korábbiakhoz képest magasabb fogyasztási pályát eredményezett.

## IV-2. keretes írás: A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre

Magyarország a Svédországgal 2001-ben megkötött (majd 2003-ban módosított) szerződés értelmében 2006–2007-ben 14 darab Gripen vadászgépet vásárol. Ahogy múltkori jelentésünkben felhívtuk erre a figyelmet, az eredményzsemléletű elszámoláson alapuló GDP-, illetve folyó fizetésimérleg-statisztikákban, valamint az államháztartás ESA-hiányában a gépek fizikai szállításának időpontjában a teljes kiadási értéknek meg kell majd jelennie, noha a pénzforgalmat tekintve a gépek beszerzésének költségeit a magyar állam 2002 és 2016 között egyenletesen törleszti.<sup>14</sup> Az elszámolás módszertana hasonló volt 1993-ban az orosz államadósság terhére beszerzett 28 db

MIG–29-es repülőgép esetében is. Az elszámolásnak megfelelően a gépek beszerzése 2006–2007 során – egyszeri hatásként – érdemben befolyásolja a GDP egyes komponenseinek alakulását, illetve a folyó fizetési mérleg hiányát. A beérkező gépek értéke mindkét évben várhatóan a GDP 0,5-0,5 százaléka tehető, így a közösségi fogyasztás értéke ennyivel emelkedik, míg – az import növekedése miatt – a nettó export ennyivel romlik. Összességében a GDP-előrejelzésünk a gépek eredményzsemléletű elszámolása miatt nem változik. Egyúttal a folyó fizetési mérleg hiánya is magasabb lesz a két évben a GDP 0,5-0,5 százalékaival.

### IV-1. táblázat

A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es előrejelzésünkre

	Előrejelzésünkben: Gripen-beszerzéseket figyelembe véve		Memo: Gripen-beszerzések nélkül	
	2006	2007	2006	2007
Közösségi fogyasztás	6,5	0,4	1,4	0,4
Belföldi felhasználás	5,7	2,7	5,2	2,7
Import	10,6	7,9	8,5	7,9
GDP	3,9	3,8	3,9	3,8
Folyó fizetési mérlege hiánya (a GDP százalékában)	8,6	7,6	8,0	7,1

<sup>14</sup> A Gripen-szerződés makrostatistikai elszámolásáról bővebben lásd a 2005. májusi jelentés IV. 9. fejezetét.

## IV-2. táblázat

## Alap-előrejelzésünk változása a májusig képest

(az előző év azonos időszakához képest, százalék, ha másképp nem jelezzük)

	2004	2005		2006		2007
	Tény/beclés	Előrejelzés				
		Május	Aktuális	Május	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>						
Maginfláció <sup>1</sup>	5,8	2,4	2,2	3,3	1,1	3,2
Fogyasztóiár-index	6,8	3,3	3,6	3,4	1,6	2,9
<b>Gazdasági növekedés</b>						
Külső kereslet (GDP-alapon)	1,9	1,5	1,6	2,2	2,0	2,0
Fiskális keresleti hatás <sup>2</sup>	-0,5	0,1	0,8	n. a.	0,5-1,0*	(-0,5)-0,0*
Lakossági fogyasztás	2,5	2,1	2,4	2,8	3,5	3,0
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	3,1	2,7	2,7	3,0	3,8	3,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	7,9	4,5	5,4	5,2	4,9	2,1
<i>Belföldi felhasználás</i>	2,2	3,1	1,2	3,4	5,7****	2,7****
Export	14,9	8,5	11,1	9,6	8,8	9,2
Import	11,6	7,7	8,0	9,0	10,6****	7,9****
GDP	4,0 (4,2)**	3,5 (3,3)**	3,6 (3,4) **	3,6	3,9****	3,8****
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>						
A GDP százalékában	8,9	8,6	7,6***	8,2	8,6****	7,6****
Milliárd euróban	7,1	7,5	6,7***	7,6	8,0****	7,6****
<b>Külső finanszírozási igény</b>						
A GDP százalékában	8,4	8,0	6,9***	7,4	7,8****	6,8****
<b>Munkaerőpiac</b>						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	6,1	8,4	8,2	6,3	6,5	5,4
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-0,5	-0,5	-0,3	0,5	0,1	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset	9,3	7,0	6,8	6,6	7,2	5,6
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-0,3	-0,1	0,2	0,8	0,4	1,0
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	3,1	2,9	2,9	1,8	2,1	0,2
Lakossági reáljövedelem <sup>5</sup>	4,0*****	3,4	3,7	2,7	4,6	2,1

<sup>1</sup> Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. A technikai eltérés oka az, hogy a KSH által számított maginfláció nem reprodukálható pontosan a publikált fogyasztóiár-index adataiból, mivel a KSH, részletesebb adatai alapján több csoportot is megbont maginflációs és azon kívüli altételekre (pl. gyógyszerek). <sup>2</sup> Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>3</sup> Az állami körben a 2005 januárjára átkerült, eredetileg 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetések a 2004-es béremelkedési mutatót lefelé, a 2005-öt felfelé torzítják. <sup>4</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

\* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2006-2007-re költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk \*\* 2004-ben a szökőnap miatt mintegy 0,2 százalékkal alacsonyabb, 2005-ben ugyanennyivel magasabb lehetett a konjunkturális tendenciát jobban jellemző, naptári hatásoktól megtisztított GDP-növekedés. \*\*\* 2005-ben a külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság (lásd IV. 3. fejezet) akár a GDP 1 százalékának megfelelő mértékben is egy nagyobb folyó fizetésimérleg-hiány/finanszírozási igény irányába mutat. \*\*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerzés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását. \*\*\*\*\* MNB-beclés.

Az éves infláció 2005 második negyedévében 3,8 százalék volt, ami mintegy 0,3 százalékponttal magasabb a legutóbbi jelentésben publikált rövid távú előrejelzésünknél. A prognózisunknál kissé magasabb tényadatot néhány maginflációs körön kívül eső termék (járműüzemanyag, szezonális termékek) vártnál erőteljesebb áremelkedése eredményezte, miközben a maginfláció mértéke enyhén várakozásaink alatt alakult. Mivel a maginflációs körön kívüli termékek esetében tapasztalt inflációs sokkot tartósnak ítéltük meg – részben a világgpiaci árfolyamatok (járműüzemanyag esetében), részben a hazai keresleti-kínálati struktúra (feldolgozatlan élelmiszerek) eredményeként –, ezért a tényadatok hatására az e tételekre adott árelőrejelzésünket rövid távon felfelé – a magasabb infláció irányába – módosítottuk.

Főbb alapfeltevéseink közül a forint/euró árfolyam változása ezúttal nem gyakorolt érdemi hatást előrejelzésünkre. Ugyanakkor – mint azt a tényadat értékelésénél már említettük – annál markánsabban a határidős olajárpálya megemelkedésének inflációs hatásai. Mivel az elmúlt időszakban a dollár is felértékelődött, ezért a világgpiaci olajárak emelkedése a forintban kifejezett árakban felerősítve jelentkezik. A várhatóan tartósan magas olajárak előrejelzésünkben rövid és hosszabb távon is fokozták a költségoldali inflációs nyomást.

A 2006-os fogyasztói inflációra adott előrejelzésünket döntően az áfacsökkentés technikai hatásai mérsékeltek. A várhatóan élénkebb gazdasági konjunktúrát a belső kereslet dinamikusabb növekedése eredményezi, ami döntően a lakossági szektor – a dinamikus növekvő jövedelmek hatására – erőteljesebb fogyasztási keresletében realizálódik.

## IV-3. táblázat

Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest\*

	2005. májusi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben			Változás (%)	
	2005	2006	2005	2006	2007	2005	2006
Jegybanki alapkamat (%)**	7,5	7,5	6,75	6,75	6,75	-0,75***	-0,75***
5 éves hozam (%)**	7,0	7,0	6,25	6,25	6,25	-0,75***	-0,75***
Forint/euró árfolyam	247,4	248,2	246,9	246,5	246,5	-0,2	-0,7
Dollár/euró árfolyam (cent)	129,9	129,5	124,5	120,5	120,5	-4,1	-6,9
Brent olajár (dollár/hordó)	52,6	52,6	54,1	59,5	58,0	2,9	13,1
<i>Brent olajár (forint/hordó)</i>	<i>10 028</i>	<i>10 087</i>	<i>10 788</i>	<i>12 181</i>	<i>11 880</i>	<i>7,6</i>	<i>20,8</i>

\* Éves átlagok, 2005 harmadik negyedétől a 2005. júliusi átlagos árfolyamok, illetve határidős olajárpálya alapján.

\*\* Év végi értékek

\*\*\* Eltérés százalékpontban.

### IV-3. keretes írás: A GDP-adatrevíziók hatása

A KSH az első negyedéves GDP-közlésében 2003-ig visszamenően általános adatrevíziót hajtott végre. A GDP 2003-as éves indexe 0,1 százalékponttal lefelé, míg a 2004. évi 0,2 százalékponttal felfelé revidelődött. A háztartások fogyasztási kiadásai és a bruttó állóeszköz-felhalmozás mind 2003-ban, mind 2004-ben lefelé módosult, az import 2004-ben pedig az exportnál nagyobb mértékben csökkent. Így elmondható, hogy az adatrevíziók hatására 2004-re csökkent a belföldi felhasználás, és emelkedett a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása.

#### IV-4. táblázat

A GDP főbb felhasználási tételeinek változása  
(változás az előző évhez képest)

	Márciusi adatközlés		Júniusi adatközlés	
	2003	2004	2003	2004
Fogyasztási kiadások	8,1	3,5	7,8	3,1
Közösségi fogyasztás	5,4	-2,1	6,5	-3,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,4	8,3	2,5	7,9
Belföldi felhasználás	5,4	3,3	5,7	2,2
Export	7,6	15,7	7,8	14,9
Import	10,4	14,0	11,0	11,6
GDP	3,0	4,0	2,9	4,2

## IV. 1. 1. Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása előrejelzésünkre

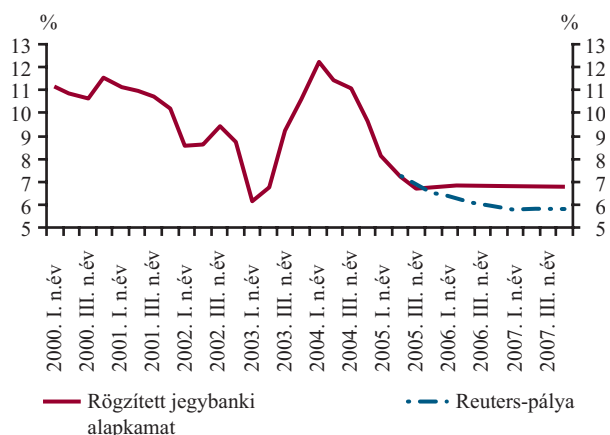
Korábbi gyakorlatunknak megfelelően ezúttal is bemutatjuk, hogyan módosulna előrejelzésünk, ha az általunk használt kamat- és árfolyamfeltételek helyett a Reuters elemzői felméréséből kirajzolódó várható pályával számolnánk.

A jegybanki alapkamatot illetően előrejelzésünket a teljes előrejelzési horizonton fix 6,75 százalékos alapkamat feltételezésével készítettük. A Reuters elemzői ezzel szemben a jegybanki alapkamat fokozatos csökkenésére számítanak, ami 2006 végére az általunk feltételezetnél közel 1 százalékponttal alacsonyabb kamatpályát eredményezett. Árfolyamfeltételezésünket a teljes előrejelzési horizontunkon az elmúlt egy hónap (július) kereskedési napjainak átlagos árfolyamán rögzítettük, ami az aktuális jelentésben 246,5 forint/euró volt. A professzionális elemzők árfolyam-várakozásainak átlaga ennél egy leértékeltébb pályát mutat (a 2006 végi eltérés több mint 2,5 százalék).

A Reuters elemzői által várt kamat- és árfolyampálya alap-előrejelzésünknel 2005 végére 0,1 száza-

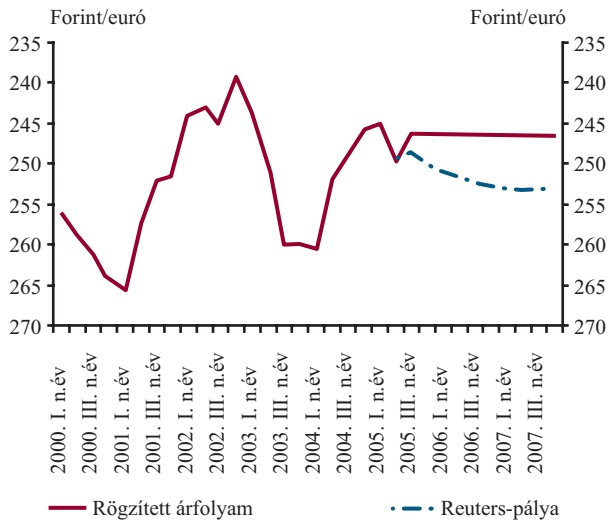
### IV-1. ábra

Jegybanki alapkamatpálya a Reuters júliusi felmérése és a rögzített kamat feltevése mellett



## IV-2. ábra

Árfolyampálya a Reuters júliusi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése szerint\*



\* Fordított skála.

lékponttal, 2006 végére pedig 0,3 százalékponttal, míg 2007 végére 0,2 százalékponttal magasabb inflációs prognózist mutatna. A GDP növekedésére adott előrejelzésünk az alternatív kamat- és árfolyamfeltételek mellett 2006–2007-ben átmenetileg 0,1 százalékponttal emelkedne.

## IV. 1. 2. Előrejelzésünk összevetve más intézetek prognózisaival

A 2005-ös inflációs folyamatokra, illetve gazdasági konjunktúrára adott előrejelzésünk lényegében megegyezik a többi elemző véleményével. A 2006-ra várható folyamatok megítélésében ugyanakkor érdemi eltéréseket tapasztalhatunk. Előrejelzésünk mind az inflációt, mind a gazdasági növekedést tekintve optimistább, mint az elemzői kör többsége. Az eltérést vélhetően részben az alkalmazott feltételek különbözősége, részben pedig a bejelentett kormányzati intézkedések hatásainak eltérő megítélése okozhatja.

## IV-5. táblázat

## Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2005	2006	2007
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)</b>			
MNB	3,6	1,6	2,9
Consensus Economics (2005. július) <sup>1</sup>	3,6 – 3,7 – 3,9	1,8 – 2,6 (2,3)** – 3,5	n. a.
Európai Bizottság (2005. tavasz)	3,8	3,6	n. a.
IMF (2005. április)	4,0	3,8	n. a.
Reuters-felmérés (2005. július) <sup>1</sup>	3,4 – 3,7 – 3,8	1,3 – 2,3 (2,0)** – 3,5	n. a.
Világbank (2005. július)	3,8	n. a.	n. a.
<b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>			
MNB	3,6***	3,9	3,8
Consensus Economics (2005. július) <sup>1</sup>	3,1 – 3,4 – 3,7	3,2 – 3,6 – 4,0	n. a.
Európai Bizottság (2005. tavasz)	3,9	3,8	n. a.
IMF (2005. április)	3,7	3,8	n. a.
Reuters-felmérés (2005. július) <sup>1</sup>	3,4 – 3,5 – 3,6	3,4 – 3,7 – 4,1	n. a.
Világbank (2005. július)	3,5	n. a.	n. a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>			
MNB	6,7*	8,0****	7,6****
Consensus Economics (2005. július) <sup>1,2</sup>	6,4 – 7,1 – 8,1	6,6 – 7,6 – 8,6	n. a.
Reuters-felmérés (2005. július) <sup>1</sup>	6,6 – 7,0 – 7,2	6,8 – 7,1 – 8,0	n. a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>			
MNB	7,6*	8,6****	7,6****
Európai Bizottság (2005. tavasz)	8,7	8,2	n. a.
IMF (2005. április)	8,6	8,1	n. a.
Világbank (2005. július)	8,7	n. a.	n. a.
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95) szerint, a GDP százalékában</b>			
MNB	4,6 – 6,0*****	n/a	n. a.
Consensus Economics (2005. július) <sup>1</sup>	4,0 – 4,7 – 5,6	3,8 – 4,7 – 6,0	n. a.
Európai Bizottság (2005. tavasz) <sup>4</sup>	5,0	5,2	n. a.
Reuters-felmérés (2005. július) <sup>1</sup>	5,0 – 5,1 – 5,4	4,5 – 4,8 – 5,0	n. a.
Világbank (2005. július)	4,0	n. a.	n. a.
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések</b>			
MNB	4,0	5,7	5,0
Európai Bizottság (2005. tavasz) <sup>3</sup>	6,2	6,3	n. a.
IMF (2005. április) <sup>3</sup>	6,4	6,9	n. a.
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések</b>			
MNB	1,6	2,0	2,0
Európai Bizottság (2005. tavasz) <sup>3</sup>	1,6	2,1	n. a.
IMF (2005. április) <sup>3</sup>	1,6	2,2	n. a.

Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések; így közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

\* 2005-ben a külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság (lásd IV. 3. fejezet) akár a GDP 1 százalékával is egy nagyobb folyó fizetési mérleg-hiány irányába mutat. \*\* A zárójelben lévő konszenzust az adóhatással nem kalkuláló elemzők kiszűrésével számítottuk. \*\*\* Szökőnaphatástól megtisztítva. \*\*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés GDP arányában 0,5 százalék körüli folyó fizetési mérleget rontó hatását. \*\*\*\*\* A sáv az ESA-módszertan hazai alkalmazásának bizonytalanságát fejezi ki.

<sup>1</sup> A Reuters- és a Consensus Economics-felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) dőlt számmal azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. <sup>2</sup> A felmérés dollárban adja meg a folyó fizetési mérleg-előrejelzéseket, amelyeket a jelentésben feltételezett euró/dollár árfolyammal számítottunk át. <sup>3</sup> MNB által számolt értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől. <sup>4</sup> Az összehasonlíthatóság érdekében korrigáltuk a magányügydíjpenztári rendszerbe való befizetésekkel.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2005. július); European Commission Economic Forecasts, 2005. tavasz; IMF World Economic Outlook (2005. április); Reuters-felmérés 2005. július; World Bank EU-3 Quarterly Economic Report (2005. július).

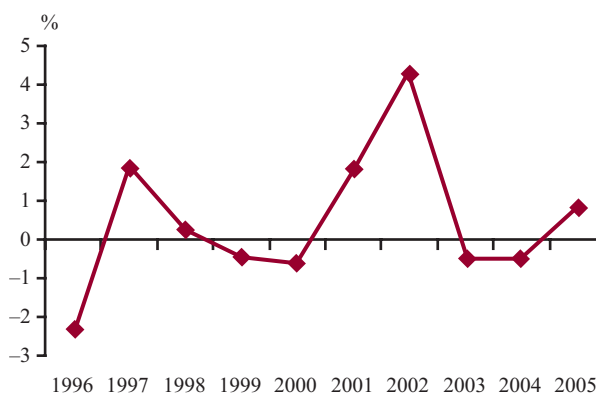
## IV. 2. Az államháztartáshiány-mutatók alakulása

2005-ben fiskális lazítás várható, bár az ESA-hiány alacsonyabb lehet

Alap-előrejelzésünk szerint a 2005. évi ESA- és GFS-hiány csökken az előző évhez képest, ezzel szemben az ún. kiegészített (SNA) hiány – amely az államháztartás tágabb értelemben vett egyenlegét érzékeltető becslésünk – növekedést mutat 2005-re, a májusi inflációs jelentésben közölt GDP 8,0 százalékról 9,1 százalékra emelkedett. A különböző mutatók eltérő irányú változását elsősorban az okozza, hogy egyrészt 2005-től az autópálya-építések költségeinek jelentős hányada a GFS- valamint ESA-hiánykategórián kívülre került, másrészt az SNA-típusú elszámolásban az autópálya-szakaszok értékesítéséből – és egyéb hasonló tranzakciókból – származó befizetéseket nem te-

### IV-3. ábra

A fiskális keresleti hatás alakulása 1996–2005  
(a GDP százalékában)



kintjük valódi keresletszűkítő, államháztartási körön kívülről származó bevételnek.

Össességében a fiskális keresleti hatás jelzőszám az idei évre jelentős fiskális lazítást mutat

### IV-6. táblázat

A fiskális jelzőszámok várható alakulása az alappálya mentén  
(a GDP százalékában)

	Tény/becslés		Előrejelzés	
	2002	2003	2004	2005
1. GFS-egyenleg	-10,1	-6,0	-6,4	-5,3
2. Kamategyenleg ESA szerinti korrekciója	0,0	0,0	-0,2	-0,3
3. ESA-egyenleg egyéb korrekciói	+0,9	-1,2	(+1,2)–(+0,6)	(+1,0)–(-0,4)
4. ESA-egyenleg (1+2+3)	-9,2	-7,2	(-5,4)–(-6,0)	(-4,6)–(-6,0)
5. Nemzeti definíció szerinti egyenleg*	-8,5	-6,3	(-4,4)–(-5,0)	(-3,5)–(-4,9)
6. Kvázi-fiskális kiadások és egyéb korrekciók	+1,3	-2,6	-1,6	-3,8
7. Kiegészített (SNA-) egyenleg** (1+6)	-8,8	-8,6	-8,0	-9,1
8. Kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg	-5,0	-4,7	-4,2	-5,1
9. Fiskális keresleti hatás***	+4,3	-0,5	-0,5	+0,8

\*Az ESA-hiány módosítása a magánnyugdíjpénztárak bevételeinek és kiadásainak beszámításával. \*\* Az államháztartás pénzforgalmi hiánya, megtisztítva egyes rendkívüli bevételektől és kiadásoktól, valamint kiegészítve az államháztartáson kívül elszámolt kvázi-fiskális tevékenységekkel. Az idősor alakulása kismértékben eltér a korábban közöltektől, ez a GDP-adatsor közelmúltbeli revíziójának következménye. \*\*\* Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték a kereslet szűkítését jelenti.



(becslésünk szerint a GDP 0,8 százaléka), tehát az ESA-hiánykategória ez évi alakulásától függetlenül, a tágabban értelmezett állami szektor 2005-ben az előző évhez képest fokozott mértékben vont be forrásokat hiányának finanszírozásához.

A mutatószámok eltérése arra is rávilágít, hogy 2005-ben az ESA-egyenleg várható javulása elsősorban olyan bevételek statisztikai megjelenéséhez kötődik, melyek nem jelentenek tartós pozíciójavulást, ami növeli a következő évekre vonatkozó fiskális célkitűzések és általában a fiskális fenntarthatóság kockázatát.

### *A 2005-ös hiánycél teljesítésének jelentős kockázata van*

Az Európai Unióban alkalmazott ESA-hiány kategória magyarországi alkalmazása módszertanilag még nem teljesen tisztázott, ezért az ESA-hiány előrejelzése csak tágabb sáv formájában lehetséges. A kormányzat június és július hónapokban bejelentett és részben végrehajtott pótlólagos egyenlegjavító intézkedéseinek teljesülését feltételezve az ESA-deficit az általunk becsült (-4,6)–(-6,0) százalékos hiányintervallumban van, így a 2005. évi 4,7 százalékos hiánycél teljesülhet, de ehhez számottevő kockázat társul.<sup>15</sup>

A pénzforgalmi (GFS-) hiányra vonatkozó alap-előrejelzésünk készítésekor – a korábbiakhoz hasonló módon – több fontos feltevéssel éltünk:

- Az elsődleges kiadásoknál – a nyílt végű kiadások kivételével – a Pénzügyminisztérium július közepén nyilvánosságra hozott éves prognózisában

szereplő kiadási előirányzatok teljesülését feltételeztük.

- A korábban elkülönített kiadási tartalékból a nyár elején bejelentett 125 milliárd Ft végleges zárólását figyelembe vettük.

- A kamategyenleget az augusztus 8-i forward-hozamgörbe alapján vettük figyelembe alap-előrejelzésünk készítésekor.

- A magyar kormány – egyenlegjavító – kormányzati intézkedésekről tájékoztatta az Európai Bizottságot. Az Európai Bizottság<sup>16</sup> ezt követően nyilvánosságra hozta Magyarország költségvetési helyzetéről készített elemzését, amelyben részletesen ismerteti a magyar kormány tervezett intézkedéseit.

Egy kivételtől eltekintve, az Európai Bizottságnak bejelentett intézkedések megvalósításának hatását beépítettük az alap-előrejelzésünkbe. Kivételt jelent, hogy a költségvetési fejezetek és intézmények pénzmaradvány-állományának növelésére hozott kormányzati intézkedés hatásával (50 milliárd forinttal kell növekednie a pénzmaradvány-állománynak az idei évben) alap-előrejelzésünk nem számol.<sup>17</sup>

Mindezen feltételezések teljesülése esetén a pénzforgalmi (GFS-) egyenleg a tavalyi évi 6,4 százalékról 5,3 százalékra csökkenhet, feltéve, hogy a költségvetési kiadásokat a második félévben képes lesz az eddiginél szigorúbban kontrollálni a kormány.

A májusban érzékelt bevételi kockázatok egy részét mostani alap-előrejelzésünkbe beépítettük. Ezt a kiesést nagyjából ellensúlyozza az állami vagyon értékesítéséből származó bevételi többlet – amely részben már realizálódott –, ezért azt az alap-előrejelzésben vettük figyelembe.<sup>18</sup> Most

<sup>15</sup> Erről legkorábban megbízható információ 2006 márciusában várható, amikor az Eurostat nyilvánosságra hozza a túlzottdeficit-eljárás keretében megállapított előzetes 2005. évi ESA-hiányt.

<sup>16</sup> Az Európai Bizottság július 13-án hozta nyilvánosságra elemzését a magyar költségvetési helyzetről a Magyarországgal szemben folyó túlzottdeficit-eljárás keretében. Az Európai Bizottság elemzése figyelembe vette a magyar kormány által ismertett addicionális kiigazító intézkedéseket.

<sup>17</sup> Tekintettel a költségvetési fejezetek és intézmények kiadásainál látható felhalmozódott feszültségekre, úgy ítéljük meg, hogy az ún. pénzmaradvány-állomány növelésére hozott pótlólagos kormányintézkedés végrehajtására csak kedvező második félévi költségvetési és gazdasági folyamatok esetében lesz mód. A költségvetési fejezetek és intézmények első félévi kiadásdinamikája arra utal, hogy a költségvetési törvényben rögzített feladatok végrehajtásának magasabb lehet a forrásigénye, mint amekkorára – zárolással csökkentett – előirányzat a költségvetési szervek rendelkezésére áll.

<sup>18</sup> A májusi előrejelzésünkénél kisebb GFS-hiánynak technikai oka van, mivel egy államháztartáson belüli – tervezett – adósságvállalás elmarad.

elsősorban a jövedelemadóknál látunk az alacsonyabb bevétel irányába mutató kockázatot. Miközben a nettó áfabefizetésre vonatkozó előrejelzésünk a GDP mintegy 0,4 százalékaival csökkent az előző inflációs jelentéshez képest (elsősorban a második negyedévi gyenge pénzforgalmi teljesülés következtében), ellentétes, pozitív irányú kockázatot jelent viszont az, hogy

ha az áfabefizetések júliusban tapasztalt magas dinamikája az év hátralévő hónapjaiban fennmarad, a GDP 0,4 százalékát is megközelítheti az ebből származó bevételi többlet.

*Kiadási oldalon* továbbra is jelentős kockázatot látunk a költségvetési törvényben előírányzott kiadási szinthez képest (lásd keretes írársunkat).

## IV-4. keretes írás: A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak 2005. évi várható összegét a Pénzügyminisztérium 2230 milliárd forintra becsüli. Előrejelzésünk az elsődleges kiadásoknál követi a PM prognózisát, elismerve, hogy az rendelkezik több információval, illetve intézkedési, beavatkozási lehetőséggel a kiadások várható alakulásával kapcsolatban. Az I. félévi tényadatok alapján azonban fel kell hívnunk a figyelmet az előrejelzés teljesíthetőségének kockázataira; a jelentésben ennek mértékét a GDP 0,4 százalékában jelöltük meg.

A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásainak GDP-arányos mértéke 2002-ig fokozatosan növekedett, 2003–2004 során csökkent, de közben a következő évek költségvetési hiánycéljának teljesíthetőségét veszélyeztető pénzmaradványok állománya rendkívül magas szintre nőtt. A PM – az adott kormányzati, köztisztviselési struktúra keretei között viszonylag korlátozott eszköztárával (nulla bázisú tervezés; év közbeni előirányzat-átcsoportosítás, -zárolás, illetve -elvonás; az év végi pénzmaradvány minimális szintjének előírása stb.) – törekszik arra, hogy a költségvetési szervek és fejezetek ne használják fel az előző évek során felhalmozott pénzmaradványukat, vagyis a nettó kiadás összességében ne haladja meg a tárgyévi költségvetési előirányzat mértékét.

2005 I. félévében a költségvetési szervek nettó kiadásai minden hónapban meghaladták az (idén már az államháztartáson kívül megvalósuló) autópálya-építési kiadásokkal csökkentett előző

évi bázist, a félév során összesen 194 milliárd forinttal. Ahhoz, hogy a PM prognózisa teljesülhessen, a II. félévben legalább 116 milliárd forinttal kisebb nettó kiadást kellene teljesíteni, mint az előző év második felében – amiről tudjuk, hogy a kiadások mérséklése már akkor is fontos szempont volt.

Az elérhető kiadáscsökkenés mértékét behatárolja, hogy a kifizetési kötelezettségek mintegy 80-85 százalékát kitevő bérek, közüzemi számlák, uniós források nemzeti kiegészítése és egyéb kiemelt feladatok teljesítése nem, vagy csak korlátozott mértékben halasztható. Ha a II. félévben ezeket a kiadásokat a 2005. február–júniusi<sup>19</sup> átlagos szinten sikerülne tartani, a többi kiadástípusra, elsősorban a beruházásokra havonta akkor is csak a február–júniusi átlagnak a 20 százalékát lehetne elkölteni, hogy teljesüljön a tervezett kiadási összeg. (Összehasonlításképpen, a beruházási kiadások 2004 második felében a 2004. február–júniusi időszak átlagának 106 százalékára, 2003-ban pedig 150 százalékára teljesültek.)

Ugyanakkor, a hónapról hónapra mutatott túllépés mellett sem zárható ki annak lehetősége, hogy az év végén egyszeri intézkedésekkel, vagy csupán a pénzügyi teljesítés 2006-ra halasztásával, sikerül átmenetileg visszafogni az idei kiadásokat. Ezek az esetleges intézkedések azonban csak a pénzforgalmi (GFS), valamint az ESA-95 szemléletű hiányt mérséklék, a kiadások 2005-ös keresletnövelő hatása a kifizetés esetleges elhalasztása ellenére megmarad.

<sup>19</sup> A januári kiugróan magas adatokat kihagytuk az átlagból.

**IV-7. táblázat**

**A 2005. évi GFS-hiány-előrejelzésünk főbb bizonytalansági tényezői**  
(a GDP százalékában)

GFS-deficit alap-előrejelzése: -5,3 százalék			
Adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek	+0,4	Adóbevételek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítottól	-0,2
A tervezettnél alacsonyabb lesz az EU-támogatások társfinanszírozása	+0,1	A kiadások visszafogására hozott intézkedések csak részben teljesülnek	-0,4
A költségvetési fejezetek és intézmények növelik pénzmaradvány-állományukat az év elejei állományhoz képest	+0,2	Nyílt végű kiadások vártnál nagyobb növekedése	-0,1
Az önkormányzatok pénzforgalmi hiánya alacsonyabb lesz	+0,1	Az önkormányzatok beruházási kiadásai a vártnál nagyobbak lesznek	-0,1
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,8	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	-0,8
<b>Kedvező esetben GFS-hiány</b>	<b>-4,5</b>	<b>Kedvezőtlen esetben GFS-hiány</b>	<b>-6,1</b>

**A 2006–2007. évi hiánycsökkentési célok elérésének kockázata nőtt**

Mivel még nincs részleteiben kidolgozott költségvetési törvényjavaslat, ezért 2006-ra és 2007-re továbbra sem készítettünk pontbecslést a várható GFS- és ESA-hiányra. Ahhoz, hogy az évi 0,6 százalékos GDP-arányos hiánycsökkentési célkitűzéssel konzisztens fiskális pályát a kormány megvalósíthassa, jelentős egyensúlyjavító kormányzati intézkedések lesznek szükségesnek.

Az alábbi táblázatban azokat a determinációkat és kockázatokat számszerűsítjük, amelyek a már eddig bejelentett kormányzati intézkedések következményei, illetve autonóm, trendszerű folyamatok eredménye. Kiemeljük, hogy csak azokat a hatásokat tudtuk számszerűsíteni, amelyekről már korábban döntések születtek (pl. 13. havi nyugdíj), vagy hivatalos bejelentések történtek (pl. adócsökkentési program, családtámogatás bővítése). Számításunkat, becslésünket az alább felsorolt feltevések és információk felhasználásával készítettük:

- A bejelentett adócsökkentések hatásainál a Kormányzóvivői Iroda által nyilvánosságra hozott „Az ötéves adócsökkentési program 13 lépése” című

tájékoztató anyagában szereplő intézkedések hatását számszerűsítettük (szja, áfa, társasági adó, iparüzési adó, tételes egészségügyi hozzájárulás, társadalombiztosítási járulékok).

- A májusi inflációs jelentésben a tételes egészségügyi hozzájárulás 2006 januárjától való teljes megszüntetésével számoltunk, így az akkor közölt determinációbecslésben a GDP mintegy 0,3 százalékpontjával nagyobb bevételkiesést számszerűsítettünk ennél az adónemnél.
- A családtámogatási kiadások változása a 100 lépés program részeként került bejelentésre, hatásáról önálló becslést készítettünk. 2007-re azzal a feltevéssel éltünk, hogy a családi pótlék valorizálására nem kerül sor.
- Az adóbevételt növelő új intézkedések hatásánál a Miniszterelnöki Hivatal által közölt adatokkal számoltunk (járulékalap-szélesítés, luxusadó bevezetése).
- Az egyszeri bevételek kiesésénél az autópálya-értékesítésből származó bevételek és a pénzügyi társsági különadójának 2007. évi megszüntetéséből származó bevételkiesés hatását számszerűsítettük.
- Az addicionális kiadásoknál a legjelentősebb hatása a Gripen-beszerezéssel kapcsolatos kiadá-

soknak lesz. Az Eurostat állásfoglalása szerint a repülőgépek beszerzésével kapcsolatos kiadásokat a szállítások éveiben kell statisztikailag elszámolni.

- Az eredményszemléletű nettó kamategyenleg változására saját becslést készítettünk.
- Minden más, a determinációk által nem érintett bevételi és kiadási területen a bevételek és kiadások GDP-arányosan változnak az elkövetkező években.

Elemzésünk azt mutatja meg, hogy a kormányzatnak várhatólag mekkora nagyságrendű intézkedéseket kell hozni ahhoz, hogy a konvergenciaprogramban felvázolt hiánycsökkentési pálya

megvalósuljon. Becslésünk szerint a már ismert költségvetési folyamatok és a kormányzat által bejelentett intézkedések együttes hatása 2006-ban a GDP mintegy 2,9 százalékaival növelné az ESA-hiányt az idei évi várhatóhoz képest. A most ismert determinációk hatására a 2007-es ESA-hiány a GDP további 0,2 százalékaival lenne magasabb, mint az előző évi ESA-deficit. A meghirdetett kormányzati intézkedések (adócsökkentés) a 2007. évi hiányt jelentősen növelnék, de ezt a hatást a kormányzattól független tényezők részben ellensúlyozzák (kamatkiadás, nyugdíjak indexálása, az önkormányzatok beruházási ciklusa).

## IV-8. táblázat

**A 2006-2007-re tervezett hiánycsökkentés eléréséhez szükséges intézkedés becslése a jelenleg számszerűsíthető determinációk alapján\***<sup>20</sup>

	2006	2007	Összesen
1. Bejelentett adócsökkentési program hatása	-1,5	-1,1	-2,6
2. Adócsökkentési program másodlagos hatásai	0,5	0,2	0,7
3. Adóbevételt növelő új intézkedések	0,3	0,0	0,3
4. EU-kapcsolatok és vámok	0,0	0,1	0,1
5. Egyszeri bevételek kiesése	-1,2	-0,2	-1,4
6. Nyugdíj- és gyógyszerkiadások	0,0	0,3	0,3
7. Családtámogatási kiadások	-0,4	0,2	-0,2
8. Addicionális kiadások (nagyreszt: Gripen-vásárlás)	-0,6	-0,1	-0,7
9. Önkormányzatok beruházási ciklusa	-0,2	0,2	0,0
10. Nettó kamategyenleg változása	0,2	0,2	0,4
<b>11. Determinációk összesen (1+...+10)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,1</b>
12. Megcélzott ESA-egyenleg-változás (terv)	0,6	0,6	1,2
<b>13. Intézkedésekkel fedezendő egyenlegváltozás (11-12)</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,3</b>

\* ESA-egyenleg változása, a GDP százalékában, az előző évi várhatóhoz képest. Negatív előjel egyenlegrontó (hiánynövelő) hatást jelez.

<sup>20</sup> A becslés a 2005. július 27-ig bejelentett intézkedések várható hatásait tartalmazza. A Miniszterelnöki Hivatal honlapján megjelent adóintézkedések hatására önálló számításokat nem készítettünk, mivel nem ismertek az adórendszer bejelentett változásával kapcsolatos konkrét adójogszabálymódosítások, az adótörvények normaszöveg-változásainak tervezetei.

## IV. 3. A külső egyensúly alakulása

2005 I. negyedévében a folyó fizetési mérleg hiánya 1,5 milliárd euró, a tökemérleg többlete pedig 170 millió euró volt. Ha a tavalyi EU-csatlakozással kapcsolatos átmeneti hatásokkal korrigálunk, akkor a szezonálisan igazított GDP-arányos külső finanszírozási igény az előző negyedévben tapasztaltnál hasonló szinten alakult, 7,4 százalékot tett ki. A külső finanszírozási igény annak ellenére nem változott jelenősen 2004 IV. negyedévéhez képest, hogy a konszolidált államháztartás szezonálisan igazított – átmeneti hatásokkal korrigált – GDP-arányos finanszírozási igénye az előző negyedévi 9 százalékról az I. negyedévben 12 százalékra emelkedett. Az államháztartás finanszírozási igényének növekedését ugyanis a háztartási szektor nettó finanszírozási képességének növekedése, valamint a vállalati szektor finanszírozási igényének csökkenése ellensúlyozta. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása számottevően nőtt

és szezonálisan igazítva elérte a GDP 3,8 százalékát. A pénzügyi megtakarítások növekedésében ugyanakkor szerepet játszottak átmeneti hatások, például az I. negyedévben kapott állami transzferek (13. havi bér és 13. havi nyugdíj egy része) is. Az államháztartási és háztartási szektor együttes GDP-arányos finanszírozási igényének előző negyedévihez képest bekövetkezett jelentős növekedését a vállalati szektor finanszírozási igényének több szempontból meglepőnek tekinthető csökkenése ellensúlyozta (a külkereskedelmi adatok többi adatsorhoz való illeszkedéséről lásd a keretes írást). A folyamat hátterében egyrészt a szektor készletfelhalmozási kiadásainak csökkenése, másrészt a pénzügyi vállalatok profitjának növekedése állhat (a pénzügyi vállalatok I. negyedéves nettó finanszírozási képessége jelentős volt). Prognózisunk szerint 2005-ben a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye

### IV-9. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg és a szektorok finanszírozási helyzete

	2001	2002	2003	2004	2005
	Becslés				Előrejelzés
I. Konszolidált államháztartás**	-5,2	-8,9	-8,6	-8,4	-9,4
II. Magánszektor (=1+2)	-0,4	2,0	-0,2	0,0	2,5
1. Háztartások	5,2	2,7	0,1	1,8	3,1
2. Vállalatok	-5,6	-0,7	-0,4	-1,8	-0,7*
Külső finanszírozási képesség (=I+II)	-5,6	-6,9	-8,8	-8,4	-6,9*
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-6,3	-7,2	-8,8	-8,8	-7,6*
– milliárd euróban	-3,6	-5,0	-6,4	-7,1	-6,7

\* A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság (lásd a keretes írást) akár a GDP 1 százalékának megfelelő mértékben is nagyobb folyó fizetési mérleg-hiány/finanszírozási igény irányába mutat.

\*\*A konszolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Rt.-t, a kvázi-fiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukciókban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

1 százalékponttal haladhatja meg a 2004-es értéket, és 9 százalék fölé emelkedhet. A háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításai ugyanakkor előrejelzésünk szerint ezt meghaladó mértékben, 1,3 százalékponttal növekedhetnek. Az I. negyedévben tapasztalt, meglepően alacsony finanszírozási igény és a II. negyedévre rendelkezésre álló adatok alapján – a korábbi előrejelzésünktől eltérően – a vállalati szektor GDP-arányos nettó finanszírozási igényének mérséklődésére számíthatunk. Így – bár a konszolidált államháztartás és a háztartási szektor együttes finanszírozási igényéről alkotott képünk május óta nem változott jelentősen – a külső finanszírozási igényre vonatkozó prognózisunkat a GDP 6,9 százalékára mérsékeljük, ami a tőkemérleg többletének növekedése mellett 6,7 milliárd eurós folyó fizetésimérleg-hiánynak felel meg.

Hangsúlyoznunk kell ugyanakkor, hogy a gazdaságról rendelkezésre álló egyéb adatsorok alapján jelentős annak a kockázata, hogy az áruforgal-

mi hiány, és ezzel a folyó fizetési mérleg hiánya akár 1 milliárd euróval, a GDP mintegy 1 százalékkal is meghaladhatja a hivatalos statisztikában megjelenő 2005-ös értéket (részletesebben lásd a keretes írást). A folyó fizetési mérleg hiányának 2006-ra prognosztizált jelentős emelkedése így két tényezőre vezethető vissza: egyrészt megjelenik benne a Gripen-bérlés elszámolásából keletkező, a GDP 0,5 százalékát kitevő importnövekedés; másrészt a külső egyensúly 2005 I. félévében tapasztalt javuló trendjének tartósságával kapcsolatos fenntartásainkat tükrözi.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a reál gazdasági egyenleg hiánya 2005-ben a gyorsuló exportnövekedési ütem és a belföldi felhasználás lassú bővülése mellett jelentősen mérséklődhet. A nem adósságjellegű befektetésekhez kapcsolódó nettó jövedelemkiáramlás csökkenése és a nettó kamatkidadások szinten maradása mellett a jövedelemegyenleg hiánya is várhatóan enyhén csökken, és a folyó fizetési mérleg hivatalosan kimuta-

## IV-10. táblázat

### A folyó fizetési mérleg szerkezete

(a GDP arányában, százalék, ha másképp nem jelezzük)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Tény				Prognózis		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-1,5	-2,4	-4,5	-3,0	-2,2*	-2,9**	-2,0**
2. Jövedelemegyenleg	-5,5	-5,6	-5,1	-6,1	-5,9	-6,1	-6,1
3. Viszonyzatlan folyó átutalások egyenlege	0,8	0,8	0,8	0,3	0,4	0,4	0,5
<i>I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)</i>	-6,2	-7,2	-8,8	-8,8	-7,6*	-8,6**	-7,6**
<i>Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban</i>	-3,6	-5,0	-6,4	-7,1	-6,7*	-8,0	-7,6
<i>II. Tőkemérleg egyenlege</i>	0,6	0,3	0,0	0,4	0,7	0,8	0,8
<b>Külső finanszírozási képesség (I+II)</b>	-5,6	-6,9	-8,8	-8,4	-6,9*	-7,8**	-6,8**

\* A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság (lásd a keretes írást) akár a GDP 1 százalékának megfelelő mértékben is nagyobb folyó fizetésimérleg-hiány/finanszírozási igény irányába mutat. \*\* A prognózis tartalmazza a honvédség Gripen-repülőgép-bérlésének elszámolása miatt keletkező, a GDP mintegy 0,5 százalékának megfelelő importot.

tott GDP-arányos hiánya összességében 1,2 százalékponttal maradhat el a tavalyi értéktől. 2006-ban a reálgazdasági hiány – elsősorban a Gripenbérlet egyszeri folyó hiányt növelő hatása miatt –

átmenetileg emelkedhet, ami a jövedelemegyenleg hiányának szinten maradása mellett a GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiányának emelkedését vetíti előre.

#### **IV-5. keretes írás: Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában**

Az első félév importadatai nyomán a nettó export alakulásából kirajzolódó, látványosan csökkenő külső finanszírozási igény ellentmondani látszik a gazdaságról rendelkezésre álló egyéb adatoknak, ami bizonytalanra teszi a külső egyensúly javulásának megítélését. Előzetes jellegű vizsgálódásaink ugyanis arra utalnak, hogy a 2005-ben várható külső finanszírozási igény akár a GDP 1 százaléka körüli mértékben is elmaradhat a gazdaság konjunkturális állapotából adódó mértéktől. Az alacsony importszámok hatására akár az ideai GDP-adatok is magasabbak lehetnek (lásd II. 1. fejezet).

A KSH adatai szerint a külkereskedelmi hiány 2005 I. félévében elsősorban az import meglepően alacsony szintje miatt csökkent számottevően, miközben az export egyenesen bővült. Véleményünk szerint az alacsony kimutatott importban szerepet játszhat, hogy a külkereskedelmi adatok az EU-csatlakozás előtt a vámhatáron történő számbavétel, 2004 májusa óta viszont – az EU-25-ön belüli forgalom tekintetében – kérdőíves megkérdezéssel, vagyis önbevalláson alapulnak. Ez nem csak hazai jelenség – a váltás nemzetközi tapasztalatok szerint a külkereskedelmi statisztika megbízhatóságának csökkenéséhez, és különösen az import alulbecsléséhez vezethet.<sup>21</sup>

Ez utóbbira utal, hogy az országcsoportok szerinti bontás alapján a kérdőíves statisztikára való áttérés óta – az azt megelőző időszakokkal ellentétben – az EU-25-országokból érkező import értéke csökkent. Szintén az import statisztikabeli alulbecslésének irányába mutat, hogy az elmúlt egy évben a fogyasztás, a felhalmozás és az export becsült importigényessége

alapján számítható „hipotetikus” import 1 milliárd eurónál is nagyobb mértékben haladta meg a statisztika által kimutatottat, azaz a hazai reálgazdasági folyamatok nagyobb import-szintet – és külső finanszírozási igényt – valószínűsítene.<sup>22</sup>

A GDP-statisztika „készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás” sorának alakulása szintén a statisztikában megjelenőnél magasabb mögöttes importot valószínűsít. Ha a GDP szerinti nettó export javulása csupán a kisebb bejelentett import következménye, akkor – a termelési oldal adataival való összhang megteremtése miatt – a megugró nettó exportot a fenti, statisztikai eltérést is tartalmazó tétel változásának alacsonyabb értékei kell ellensúlyozzák. Valóban, 2005 első negyedében a szezonálisan igazított GDP-arányos „készlet és egyéb, nem specifikált felhasználás” korábban nem tapasztalt szintre csökkent, ami a kimutatottnál nagyobb külkereskedelmi hiányra utalhat.

A szektorok finanszírozási képességének alakulása is arra utal, hogy jelentős annak a kockázata, hogy a külső egyensúly javulása az import meglepően alacsony szintje miatt csak átmeneti jelenség. A jelentősen csökkenő külső finanszírozási igény ugyanis az eddig rendelkezésre álló adatok alapján nem a háztartási szektor és államháztartási szektor együttes finanszírozási igényében bekövetkezett csökkenéssel, hanem a vállalati szektor finanszírozási igényének visszaesésével áll összefüggésben. Az első félévre vonatkozó nettóexport-adatok alapján összeállítható szektorális pozíciók elemzéséből az a kép rajzolódik ki, hogy a vállalati szektor szokatlan módon nettó

<sup>21</sup> Nagy-Britanniában például 2003-ban derült ki, hogy éveken át az EU-ból származó import csak egy része jelent meg a statisztikában egy áfacsalás-sorozat miatt; emiatt a folyó fizetési mérleg hiányát a GDP 0,7–1,0 százalékaival kellett felfelé revideálni 2001–2002-re. Részleteket lásd Bank of England Inflation Report 2003. augusztus, illetve „VAT missing trader intra-Community fraud: the effect on Balance of Payments statistics and UK National Accounts”, Economic Trends, No. 597 (2003. augusztus).

<sup>22</sup> E számításnál a 2004-es átmeneti hatásokról megtisztított importadatokat használtunk, lásd a II-10. ábra jegyzetét a II. 1. fejezetben.

megtakarítónak vált. A vállalati szektor finanszírozási igényének jelentős csökkenése azért is meglepő, mert megvalósulásához a vállalatoknak kedvező konjunkturális helyzetben, vagyis jelentős exportnövekedés mellett kellett volna csökkenteni felhalmozási kiadásait, amit a rendelkezésre álló egyéb információk nem támasztanak alá, és közgazdasági-  
lag is nehezen lenne indokolható. Komoly esélyt látunk ezért arra, hogy a vállalatok pozíciójában bekövetkezett jelentős elmozdulás csak átmeneti jelenség, és a szektor nem fog tartósan megtakarítói pozícióban maradni.

Mindez arra utal, hogy a konjunktúra által valószínűsíthetőhöz képest alulbecsült lehet a külkereskedelmi statisztikában megjelenő import mértéke, azaz a nettó export javulásának egy része a statisztikai számbavétel változásához is köthető. Ezt érdemes szem előtt tartani annak érdekében, hogy a – külkereskedelmi mérleg, a GDP és a külső finanszírozási igény alakulását kitüntetett figyelemmel kísérő – befektetők gazdasági tendenciákról alkotott véleményében ne következzen be a pénzügyi piaci folyamatokra is hatással lévő ingadozás.

## *A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása*

A finanszírozás szerkezete az I. negyedévben a kockázati megítélés szempontjából némileg kedvezőtlenebb irányba mozdult el. A nem adósságeneráló finanszírozás aránya – a 2004 III. negyedévi 85, illetve IV. negyedévi 65 százalékot követően – az I. negyedévre 40 százalékra csökkent. A viszonylag magas működőtőke-befektetés mellett ugyanis jelentős volt a rezidensek közvetlentőke- és portfóliórészcímű helyezése, valamint szezonális okok miatt az újbefektetett jövedelem értéke is alacsony volt.

Az adósságeneráló finanszírozáson belül a külföldiek jelentősen, 780 millió euróval növelték állampapír- és nettó forintbetét-állományukat. A lakosság továbbra is erős kereslete a bankok devizaalapú hitelei iránt azt eredményezte, hogy – bár a devizahiteleket formálisan a bankrendszer veszi fel külföldről – a háztartási szektor árfolyamkitettsége mintegy 550 millió euróval emelkedett. A vállalati szektor nettó külföldi adóssága ugyanakkor – lassuló ütemben, de továbbra is jelentős mértékben, mintegy 470 millió euróval – tovább mérséklődött.



## IV-11. táblázat

A külső finanszírozási igény alakulása (millió euró)

	2003.	2004				2004.	2005
	év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	év	I. n.év
<b>1. Külső finanszírozási igény</b>	<b>-6396</b>	<b>-1371</b>	<b>-2172</b>	<b>-1680</b>	<b>-1573</b>	<b>-6796</b>	<b>-1326</b>
1.1. A folyó fizetési mérleg egyenlege	-6364	-1308	-2253	-1850	-1707	-7118	-1497
1.2. Tőkemérleg egyenlege	-32	-63	-81	170	134	322	171
<b>2. Finanszírozás</b>	<b>6929</b>	<b>1238</b>	<b>2574</b>	<b>1648</b>	<b>2864</b>	<b>8324</b>	<b>2915</b>
2.1. Közvetlentőke-befektetések	443	409	483	1324	680	2896	714
2.1.1. Működőtőke-befektetések külföldön	-1466	-252	-99	44	-119	-427	-377
2.1.2. Működőtőke-befektetések Magyaró.-n	1909	661	582	1280	79	3323	1091
2.2. Konszolidált államháztartás hitelforgalma	2385	905	74	1353	1464	3796	2051
2.2.1. MNB-hitelforgalom	-1849	-738	-25	-61	-26	-848	-475
2.2.2. Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	2512	861	691	450	1579	3580	2051
2.2.3. Külföldiek állampapír-vásárlása	1722	781	-592	964	-89	1064	475
2.3. Magánszektor nettó tőkebevonása	3884	50	1960	-979	631	1662	315
2.3.1. Hitelintézetek forrásbevonása	3214	314	1939	107	1028	3389	864
2.3.2. Portfólióbefektetések	223	326	98	99	314	837	-175
2.3.3. Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	448	-590	-78	-1185	-711	-2564	-374
2.4. Tévedések és kihagyások egyenlege	216	-126	57	-51	90	-30	-166
<b>3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)</b>	<b>532</b>	<b>-133</b>	<b>402</b>	<b>-32</b>	<b>1292</b>	<b>1528</b>	<b>1589</b>

## IV. 4. A 2006-ra tervezett áfacsökkentés makrogazdasági hatásai

Az ötéves adócsökkentési program keretében 2006. január 1-jétől az áfa normál kulcsa 25 százalékról 20 százalékra csökken, ugyanakkor ezzel párhuzamosan a dohánytermékek, a szeszes italok és a személygépkocsik esetében – a kieső forgalmiadó-bevétel ellensúlyozásaként – a jövedéki adó, illetve a regisztrációs adó növelésére kerül sor.

Az áfacsökkentés hatásait három csoportba sorolhatjuk: az ún. közvetlen, közvetett és a várakozásokon keresztül érvényesülő hatások. Előrejelzésünk elkészítésekor a várakozási csatornával, tehát azzal, hogy az átmenetileg alacsonyabb fogyasztóiár-emelkedés átterjedne a hosszú távú inflációs várakozásokba, nem számoltunk. Ennek az az oka, hogy a 2004-es áfaemelés után sem tapasztaltunk hasonló jelenségeket, akkor azt figyeltük meg, hogy a munkaadók és a munkavállalók „átnéztek” az átmeneti árszintemelkedésen, és az inflációs várakozások sem emelkedtek tartósan.

A 2004-es áfaemelés tapasztalatai azonban a jelenlegi intézkedések várható hatásának becsléséhez csak mérsékelt segítséget nyújtanak. Ennek legfőbb oka, hogy 2004-ben áfaemelés, most pedig -csökkentés valósul meg, és feltételezésünk szerint az adóemelést nagyobb arányban hátrítják át a vállalatok, mint az adócsökkentést. Ezenfelül az akkori intézkedés nem érintette az iparcikkeket, míg most éppen ezeket a termékeket érinti a legnagyobb mértékben. A 2004-ben lejátszódott folyamatokból két fontos tapasztalatot nyertünk: egyfelől azt figyeltük meg – előzetes várakozásainkkal összhangban –, hogy kisebb mértékben emelkedtek a fogyasztói árak, mint amennyi az áfaemelés technikai hatásá-

ból következett volna, azaz a begyűrűződés nem volt teljes. Másfelől azt találtuk, hogy az ún. közvetlen hatások igen rövid idő alatt (egy-két hónapon belül) jelentek meg, míg a közvetett hatások csak hosszabb idő alatt bontakoztak ki.<sup>23</sup>

### *Az áfacsökkentés közvetlen hatása egyszeri árszint-csökkenést okoz*

Az áfacsökkentés rövidebb távon az árupiacokon fejti ki közvetlen hatását. Ennek becsléséhez érdemes kiindulni abból, hogy mennyiben csökkenne a fogyasztói árszint, ha a gazdasági szereplők teljes egészében az adóváltozáshoz igazítanák bruttó értékesítési áraikat. Ezen a ponton tehát azt feltételezzük, hogy a vállalatok profitrátája nem változik. A becslési eljárás során így kapott értéket az áfacsökkenés fogyasztói árszintre gyakorolt **technikai hatásának** nevezzük. Számításaink szerint ez a technikai hatás közel –1,9 százalékpontonra tehető. A különböző piacok eltérnek abban a tekintetben egymástól, hogy mennyire erős a verseny, mekkora a kereslet árugalmassága, illetve hogy az árak mennyire transzparenssek.<sup>24</sup> A gyenge verseny, az alacsony keresleti árugalmasság és az alacsony ártranszparencia azzal járhat, hogy a vállalatok a bruttó értékesítési áraikat az adócsökkentés mértékénél kevésbé mérséklék, profitrátájukat rövid távon emelik. Azt a különbséget, ami az áfa csökkenéséből eredő technikai hatás és a tényleges azonnali fogyasztóiár-változás között keletkezik, az áfacsökkentés fogyasztói árszintre gyakorolt **profithatásának** nevezzük.

<sup>23</sup> A 2004-es indirektadó-emelés tapasztalatai azonban az eltérő makrogazdasági környezet miatt csak korlátozottan vonatkoztathatók 2006-ra. A legfontosabb különbség, hogy míg 2004-ben a fogyasztási kereslet lassult, és a forint árfolyama erősödött, addig most a fogyasztási kereslet enyhén gyorsul és a forint árfolyama viszonylagos stabilitást mutat.

<sup>24</sup> Magas ártranszparenciával azok a termékek rendelkeznek, ahol az áfa jól különválk a nettó ártól, ilyen pl. a vezetékes telefon díja.

## IV-12. táblázat

## A közvetlen hatások meghatározói termékcsoportszinten

	Súly	Keresleti árrugalmasság	Verseny	Ártranszparen- cia	Érintettség (%)*	Profithatás (%)**	Átgyűrűző- dés (%)***	Áfacsök- kentés hatása****
Élelmiszerek	18,1	közepes	közepes/erős	közepes	9	10	90	-0,3
<i>feldolgozatlan</i>	5,9	-	-	-	-	-	-	-
<i>feldolgozott</i>	12,2	közepes	erős	közepes	13	10	90	-0,5
Iparcikkek	27,4	közepes/erős	erős	közepes	85	20	80	-2,7
Piaci szolgáltatások	18,8	gyenge/ közepes	vegyes	alacsony/ közepes	56	67	33	-0,7
Piaci energia	1,7	-	-	-	-	-	-	-
Alkohol, dohány	9,2	-	-	-	-	-	-	-
Járműüzem- anyag	4,6	erős	erős	magas	100	0	100	-4,0
Szabályozott árak	20,3	gyenge	gyenge	magas	39	6	94	-1,5
<b>Fogyasztóiár- index</b>	<b>100,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>74</b>	<b>-1,4</b>
<b>Maginfláció</b>	<b>66,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>52</b>	<b>34</b>	<b>66</b>	<b>-1,4</b>

\* Az áfacsökkentés által érintett halmaz az adott termékkörben \*\* Profithatás: az adócsökkentés mekkora hányada nem jelenik meg a (bruttó) fogyasztói árakban. \*\*\* Átgyűrűződés: az adócsökkentés mekkora hányada érvényesül a (bruttó) fogyasztói árakban. \*\*\*\* Áfacsökkentés hatása: az adott csoport 2006-os árindexére gyakorolt hatás (százalékpont).

A profithatás becsléséhez a fogyasztóiár-indexben szereplő árukat és szolgáltatásokat a három meghatározó tulajdonság (verseny, keresleti árrugalmasság, ártranszparencia) alapján soroltuk be. A legerősebb ártranszparenciával rendelkező termékkörben (pl. egyes regulált árak, üzemanyagok) a profithatást elenyészőnek tartjuk. Itt az áfacsökkentés teljes egészében megjelenik árszintcsökkenésként. A másik szélsőséget a piaci szolgáltatások jelentették, amely körben a verseny nem annyira élénk, a kereslet árrugalmassága alacsony és az árak transzparenciája is alacsony szintű. Ebben a csoportban a profithatást kétharmadra tettük, tehát az áfacsökkentés azonnal csak egyharmad részben jelentkezik a fogyasztói árak-

ban. Köztes esetet jelentenek az iparcikkek, ahol erős a piaci verseny, viszonylag magas a keresleti árrugalmasság, viszont az ártranszparencia közepes. Becsléseink szerint ebben a körben az áfacsökkentés négyötöde jelenik meg azonnal a fogyasztói árakban, tehát a profithatás egyötöd körüli tehető. A feldolgozott élelmiszerek is az iparcikkekhez hasonlóan viselkednek, de itt az áfacsökkentés által érintett termékek aránya relatíve alacsony.

Az áfacsökkentés fogyasztói árszintre gyakorolt ún. technikai és profithatását együtt nevezzük **közvetlen hatásnak**. Becsléseink szerint a teljes közvetlen hatás a fogyasztóiár-index szintjén 1,4 százalékpont körülire tehető.

## *Az áfacsökkentés közvetett hatása már inkább inflációgerjesztő*

Az árszint áfacsökkentés okozta megváltozása fokozatosan hatással lehet más makrogazdasági változók (például a reálbérek és így a fogyasztás) alakulására is, amelyek visszahatnak az árakra is. Ezeket a makrogazdasági folyamatokat az áfacsökkenésének az inflációra gyakorolt **közvetett hatásának** nevezzük. Míg a közvetlen hatás a fogyasztóiár-szint egyszeri korrekcióját jelenti, addig a közvetett hatások a hosszabb távú inflációs folyamatokat is befolyásolhatják.

Becsléseink szerint az áfacsökkentés azonnali hatásában a lakosság rendelkezésére álló jövedelmét a közvetlen hatásnak megfelelő mértékben emeli meg. A lakossági fogyasztás a pozitív reáljövedelmi sokk hatására, igaz a jövedelemnél simább pályán, de emelkedik. Az élénkülő fogyasztási kereslet az importkeresletet is növeli, és emiatt az áfacsökkentés GDP-re gyakorolt élénkítő hatása valamelyest kisebb lesz, mint ami fogyasztásra kifejtett hatásból adódna.

Eredményeink szerint az áfacsökkentés közvetett hatásaiban nem jelentkeznek lényeges költségoldali inflációs tényezők. Ezzel szemben a keresleti oldali tényezők jelen vannak. A megváltozott árakhoz a béralkalmazkodás viszonylag lassú és fokozatos. Emiatt a fogyasztói áron számított reálbérek egy-két éves időtávon élénkülnek, amelyhez még hozzáadódik a növekvő aggregált kereslet munkakeresletet élénkítő (és bérfelhajtó) hatása. Mindennek lehetnek (negatív) foglalkoztatottsági hatásai is, de a becsléseink szerint ennek nagysága nem számottevő. Összességében a GDP magasabb lesz, amely keresleti inflációs nyomással jár (a növekvő kibocsátási rés emeli az árakat). A keresleti infláció kibontakozása a közvetlen árszinthatásokat (technikai és profithatás) némileg tompítja, a közvetett hatás 2007-ben a fogyasztóiár-index és a maginfláció szintjén becsléseink

szerint 0,1-0,2 százalékpont közé tehető inflációgyorsulást eredményezhetnek.

Összefoglalva, a közvetlen és a közvetett hatások eredőjeként becsléseink szerint az áfacsökkentés a GDP növekedésére 0,1-0,2 százalékpontos élénkítő hatással van. Eközben a lakossági vásárolt fogyasztás növekedési üteme mind 2006-ban, mind 2007-ben több mint fél százalékkal magasabb lesz, az áfacsökkentés nélküli esethez viszonyítva. A fogyasztóiár-indexre és a maginflációra gyakorolt teljes hatás az első évben (2006-ban) 1,4 százalék körülire tehető, miközben 2007-ben az áfacsökkentés közvetett hatásai 0,1-0,2 százalékponttal magasabb inflációs indexeket eredményezhetnek.

Felmerülhet, hogy az áfacsökkentés hatásai közül vajon melyeket ragadja majd meg a KSH által publikált ún. változatlan adótartamú árindex (VAI). Mivel a VAI kizárólag a technikai hatást szűri ki a fogyasztóiár-indexből, ezért nem ragadja meg sem a profithatást, sem a közvetett hatásokat. Következésképpen 2006-ban a VAI-index magasabb értéket fog mutatni, mint egy olyan (hipotetikus) mutató, amely az áfacsökkentés teljes hatását szűrné ki az árindexből, azaz egy „mi lett volna, ha nincs áfacsökkentés” scenárió melletti árindex.

Önmagában az áfacsökkentés miatt a VAI 2006-ban a fogyasztóiár-indexet becsléseink szerint 1,9 százalékponttal fogja meghaladni (ha lesznek egyéb változtatások, így például a feltételezett jövedékiadó-emelés, akkor természetesen ez az érték némileg alacsonyabb is lehet).

Meg kell említeni, hogy szélsőséges munkapiaci feszesség esetén a munkavállalók képesek lennének az áfacsökkentésből származó nyereség nagy részét „megszerezni”, és ekkor a fent említetteknel számottevőbb költség- és keresleti inflációs nyomást keletkeztethetne. Egy ilyen scenárió bekövetkeztekor a közvetett inflációs hatás becsléseink szerint a maginfláció szintjén 0,5, míg a fogyasztóiár-index szintjén 0,3 százalékpontot is kitehet 2007-ben.

## IV-13. táblázat

Az áfacsökkentés makrogazdasági hatásai  
(év/év indexekben, százalékpont)

	GDP	Lakossági vásárolt fogyasztás	Privát nominál- bérek	Fogyasztóiár-index
Közvetlen hatások				
2006. I. n.év vége	<i>Technikai hatás</i>			
	–	–	–	–1,9
	<i>Profit-hatás</i>			
	–	–	–	+0,5
	Közvetlen hatások összesen			
	–	–	–	–1,4
Közvetett hatások				
2006	+0,2	+0,7	0,0	+0,0
2007	+0,1	+0,5	0,1	+0,1 – +0,2
Teljes hatás				
2006	+0,2	+0,7	0,0	–1,4
2007	+0,1	+0,5	+0,1	+0,1 – +0,2

## IV. 5. Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?

A kormány hivatalos bejelentése szerint 2006-ban differenciáltan, az eddigi egységes 57 ezerről az alapfokú végzettségűeknél 63 ezer, a középfokúaknál 70 ezer, a felsőfokúaknál 77 ezer forintra emelkedik a kötelező minimálbér.<sup>25</sup> A bejelentett intézkedés a különféle végzettségi kategóriákban jelentős növekedést jelent, sorrendben 10, 23, 35 százalékot. A minimálbérhatás és az inflációs előrejelzésünk viszonylatában a hatás kapcsán a következő kérdések merülnek fel.

(1) Közvetlen hatás: Mekkora az érintettek köre és mekkora a hatás a bérekre? A hivatalos statisztikán túlmenően milyen hatások lehetségesek?

(2) Milyen tovagyűrűző hatások várhatóak?

### *Hogyan becsültük a minimálbér-emelés közvetlen hatását?*

Közvetlen hatás alatt azt értjük, hogy az a tény, miszerint akik eddig minimálbér alatt kerestek, mostantól minimálbéren dolgoznak, mennyivel emeli meg a hivatalos KSH-bérimdexet.<sup>26</sup> Ennek becslésével kapcsolatban azonban számos probléma merül fel. A legkézenfekvőbb egy, a Kertesi-Köllő (2003) cikkhez<sup>27</sup> hasonló eljárás lenne, a probléma azonban az, hogy nem rendelkezünk a bérek egyedi eloszlásával. Emiatt egy hozzávetőleges, de remélhetőleg a nagyság-

rendeket jól megragadó becsléshez folyamodtunk:

(1) Az elérhető adatok alapján<sup>28</sup> a közzétett bérel-oszlás-momentumokból megbecsültük a keresettek különböző kategóriabeli eloszlását. Mivel a legfrissebb adatunk 2003-ra vonatkozott, a 2006-ra tervezett emelést a 2003–2005 közötti nemzetgazdasági béremelkedéssel visszadiszkontáltuk 2003-ra. Az így kapott bérszám alá került egyének lettek az érintettek az emelésben.

(2) Azokat, akik az így számított minimálbér alá kerültek, átcsoportosítottuk minimálbérré, ami megadta, hogy a minimálbér-emelés az érintetteknél aggregáltan mekkora bérsokkot jelent. A minimálbér feletti egyéneknek nem számoltunk bérváltozással. Bérsokként azonban nem önmagában a minimálbér alatti egyének béremelkedését tekintettük, hanem ezt a sokkot ahhoz viszonyítottuk, hogy mennyivel emelkedett a bérük a májusi, 2005-re vonatkozó bérprognózis felett.

Hogy ellenőrizzük a fenti durva módszer nagyságrendi megbízhatóságát, számítási eljárásunkat a 2001-es emelés hatásaira is elvégeztük, és összevetettük Kertesi-Köllő (2003) teljes béreloszláson alapuló becslésével.<sup>29</sup>

Eredményeink szerint, míg a 2001-es emelés első sorban az alapfokú végzettségűeket érintette, a jelenlegi emelés leginkább a középfokú végzettsé-

<sup>25</sup> Lásd <http://www.meh.hu/tevekenyseg/tevekhirek/fig20050628.html#>.

<sup>26</sup> Szándékosan használjuk a fenti megfogalmazást, mivel azt már több ízben jeleztük, hogy a hivatalos keresetstatisztika, különösen a minimálbér környékén lévő szinteknél, nem feltétlenül tükrözi a valódi kompenzáció alakulását.

<sup>27</sup> Kertesi, G.–Köllő, J. (2003) „The Employment Effect of Nearly Doubling the Minimum Wage – The Case of Hungary” Budapest Working Paper on the Labour Market 2003/6.

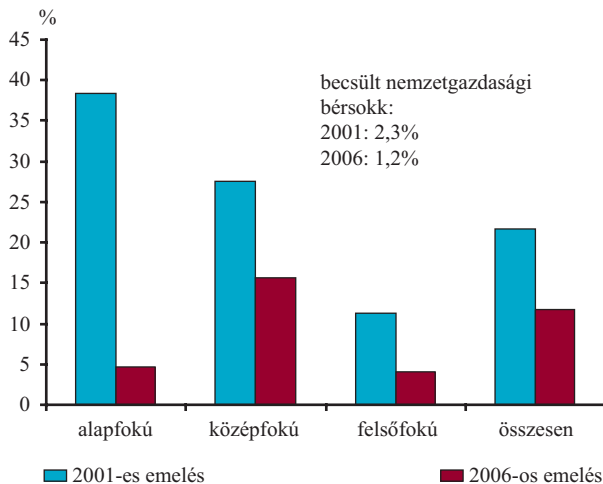
<sup>28</sup> Forrás: a 2000, 2001, 2002, 2003. évi létszám-, bér- és kereseti adatok: Nemzetgazdaság összesen, Foglalkoztatási Hivatal, Munkaügyi adattár.

<sup>29</sup> Becslésünk első lépésben az érintettek körét nemzetgazdasági szinten nagyjából pontosan visszaadta 2001-re, bár a középfokú kategóriában markánsan kisebb érintettséget jósoltunk volna. Összességében azonban a sokkhatást 0,5 százalékponttal magasabbra becsültük, mint az említett tanulmány, amely eltérést érzékenységi vizsgálatok után korrigáltuk. Számításaink szerint az eltérés főleg abból adódhatott, hogy a módszer érzékeny az eloszlás alsó végén tett feltevéseinkre. Mivel a sokk konkrét értéke alapvetően attól változik, hogy mit gondolunk a minimálbéremelés előtt az új minimálbér alatt levők átlagos bérééről, így a 2001-es becslésben a minimálbér alatti átlagbért úgy korrigáltuk, hogy visszaadja Kertesi-Köllő (2003) becslését. A fenti korrekciót a 2006-os becslésre továbbvittük, egyéb híján feltételezve, hogy a minimálbér alatt levők átlagos bérért azonos arányban becsüljük torzítottan, mint 2001 esetén.

gűekre lehet hatással. A bérekre tett hatás szempontjából pedig úgy tűnik, hogy a 2006-os emelés miatti sokk kb. a fele lehet a 2001-es emelésnek.<sup>30</sup>

**IV-4. ábra**

**Az érintettek köre és a közvetlen béremelő hatás 2001-ben és 2006-ban\***



\*2001: Kertesi-Köllő (2003) becslése, 2006: MNB-becslés.

A nemzetgazdasági adatot ezután felosztottuk verseny- és állami szférára, ahol azonos elosztást tételeztük fel a két csoportra, számoltunk ugyanakkor azzal, hogy az állami szférában a felsőfokúakat az emelés nem érinti a már létező 100 ezer forintos felsőfokú minimálbér miatt.

Az intézményi adatok szintjén adóelkerüléssel nem foglalkoztunk, pedig anekdotikus információk alapján nyilvánvaló, hogy a jelenség nagyobb vállalkozások esetén is létezik. Feltehető azonban, hogy a minimálbéren bejelentés gyakorlata nagyobb eséllyel esik az önfoglalkoztatottakra, s számításainkban is azzal számoltunk, hogy az 5 fő alatti vállalati kör esetében a minimálbér emelése sokkal inkább tekinthető adóemelésnek, semmint többletjövedelemnek.

A fenti tényezőket összevetve úgy számoltunk, hogy míg a minimálbéremelés bérköltséget emelő

hatásnak tekinthető a teljes vállalkozói körben (vagy a bérek tényleges megemelkedése vagy a kötelezően bejelentendő járulékok megemelkedése miatt), a lakossági reáljövedelem szintjén a bérijövedelem-növelő és az adóteher-növelő hatás nagyságrendileg kiegyenlíti egymást. Azaz a teljes lakossági jövedelem pusztán a minimálbéremelés miatt érdemben nem változik.

Végezetül fontos szempont, hogy a 2006-os minimálbér-emelés egyidejűleg következik be az áfakulcsok jelentős, a fogyasztóár-index szintjén 1,4 százalékos kivevő csökkentésével. Mivel az áfa csökkentése úgy változtatja a fogyasztói árakat, hogy ceteris paribus a termelői árak változatlanok, a „nyereségen” a munkapiaci alkuban a munkáltatók és munkavállalók osztozkodhatnak a bérek eredetileg elképzelnél kisebb emelésével. Az, hogy konkrétan az állam visszavonulásán milyen arányban osztoznak, a munkakereslet és -kínálat relatív rugalmasságától függ. A hazai szakirodalom arra engednek következtetni, hogy a munkakereslet viszonylag érzékeny a bérre, míg az aktivitási adatok szerint a munkakínálat viszonylag rugalmatlannak tűnik. Emiatt azzal számoltunk, hogy az áfacskökkentés hatását kb. 85 százalékban a fogyasztók nyerik meg, azaz a lépés ceteris paribus alig csökkenti a termelői árakkal számított reálbért.

*Összetett tovagűrűző hatások jelentkehetnek*

A minimálbéremelés hatása nem áll meg a közvetlenül érintettek bérére vonatkozó rövid távú hatásnál. Korábban már szoltunk a lehetséges foglalkoztatási hatásokról, itt sem áll még meg azonban a hatásmechanizmus. Makrogazdasági szempontból ugyanis a minimálbér egy munkaköltség-

<sup>30</sup> Mint azt az előzőekben említettük, módszerünk 2001-re Kertesi-Köllő (2003) pontos becsléséhez képest leginkább a középfokú kategória érintettségét becsülte félre, így az eredmények óvatosan kezelendők. Mivel azonban 2001-ben ezzel módszerrel alulbecsültük Kertesiékhez képest a kategória érintettségét, így a kockázat inkább az, hogy a középfokú kategória a fentieknél némileg nagyobb, a többi pedig enyhén kisebb arányban érintett, azaz a különbség a 2001-es emeléshez képest még markánsabb.

sokk, ami megváltoztatja a vállalatok költségfüggvényét, s így végső soron az árakat és a kibocsátást is.

Az alábbiakban röviden illusztráljuk, hogy milyen mechanizmusokon keresztül hat a minimálbér-emelés a makrogazdaságra. A minimálbéremelés hatására a munkapiaci feltevéseinktől függően (tökéletes verseny vs. monopszónia) két szélső eset lehetséges. Az emelés csökkenti vagy emeli a foglalkoztatottságot. Mi azonban a munkakínálat rugalmatlansága és az ezzel kapcsolatos bizonytalanságok miatt az első esetet két külön szimulációra bontottuk. A jelentésben bemutatott alappályában az (A) esettel számoltunk, míg az ettől eltérő változatok hatását a kockázatok között jelenítettük meg.

*(A) A munkapiac súrlódásmentes, de a munkakínálat nem változik a minimálbérsokk hatására (alapszenárió)*

Ebben az esetben a foglalkoztatottság ceteris paribus csökken, és mivel a munkakínálat nem változik, a munkanélküliség csak a munkakereslet visszaesése miatt emelkedik. A növekvő munkanélküliség hosszabb távon visszafogja a béremelkedések tovagyűrűződését. A bérsokk miatt a

munkaköltségek és így az infláció is emelkedik. A GDP rövid távon emelkedhet (reálbérhatás), de hosszabb távon az alacsonyabb egyensúlyi foglalkoztatottság miatt visszaesik.

*(B) A munkapiac súrlódásmentes, de a munkakínálat emelkedik a minimálbérsokk hatására*

Ez az eset nagyon hasonlít az előzőhöz, azt leszámítva, hogy a hatások erősebbek. A munkanélküliség ugyanis nemcsak a kereslet visszaesése, hanem a kínálat emelkedése miatt is nő. Az egyensúlyi foglalkoztatás, s így a potenciális kibocsátás azonban továbbra sem változik. A munkanélküliség előbbieknél erőteljesebb emelkedés azonban az előbbieknél jobban moderálja a kezdeti áremelkedést.

*(C) A munkapiacot súrlódásos-monopszonisztikus verseny jellemzi*

Monopszónia esetén a minimálbér-emelés növeli az egyensúlyi foglalkoztatást, azaz a potenciális kibocsátást. Emiatt a hatások érdemben eltérnek az (A) és (B) esettől. A potenciális kibocsátás emelkedése miatt ugyanis az árakra és bérekre vett hatás az előző két esetnél jóval mérsékeltebb.



# A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

## 1998. november

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

## 1999. március

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

## 1999. június

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

## 1999. szeptember

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

## 1999. december

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

## 2000. március

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

# Magyar Nemzeti Bank

## 2000. június

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

## 2000. szeptember

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

## 2000. december

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

## 2001. március

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

## 2001. augusztus

A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

## 2001. november

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

## 2002. február

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

## A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

### 2002. augusztus

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

### 2002. november

Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP adatok felülvizsgálata?	45

### 2003. február

A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53

### 2003. május

Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79

### 2003. augusztus

Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78

### 2003. november

Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80

### 2004. február

A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76

# Magyar Nemzeti Bank

A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84

## 2004. május

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

## 2004. augusztus\*

Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világpiaci áralakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83

## 2004. november\*

A PPP-megoldásokról makrogazdasági szemszögből	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzített az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben?	76

## 2005. február\*

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

## 2005. május\*

Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86

\* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

## A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99

### 2005. augusztus

#### *Keretes írások:*

Bizonytalanság a GDP alakulásában	28
Nyersélelmiszer-árak alakulása a régióban	35
Feltevéseink és az alappálya törékenysége	39
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	47
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	48
A GDP-adatrevíziók hatása	51
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	56
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	61

#### *Aktuális kérdések:*

Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	47
Az államháztartáshiány-mutatók alakulása	54
A külső egyensúly alakulása	59
A 2006-ra tervezett áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	64
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	68

Jelentés az infláció alakulásáról  
2005. augusztus

Nyomda: D-Plus  
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

