



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2006. NOVEMBER

Jelentés az infláció alakulásáról

2006. november



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

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, 2006-tól évente kétszer megjelenő és kétszer részben frissített kiadvány bemutatja 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 az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületén készült, Csermely Ágnes igazgatóhelyettes általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a közgazdasági elemzések helyettes vezetője irányította, Gyenes Zoltán, Jakab M. Zoltán, Kátay Gábor és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Hamecz István ügyvezető igazgató hagyta jóvá. A jelentés egyes részeit készítették: Horváth Hedvig, Kaponya Éva, Kiss Gergely, Koroknai Péter, Lovas Zsolt, Lőrincz Szabolcs, Párkányi Balázs, Szabó E. Viktor, Tóth Máté Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági és monetáris politikai szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2006. november 6-i és november 20-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
Az alappálya összefoglaló táblázata	11
1. Pénzügyi piacok	13
2. Az infláció és meghatározó tényezői	19
2.1. Konjunktúra	21
2.2. Munkapiac	26
2.3. Az infláció alakulása	30
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	35
4. Háttérinformációk és egyensúly	45
4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	47
4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	52
4.3. Külső egyensúly alakulása	58
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2006	62

Összefoglaló

A szigorúbb monetáris kondíciók ellenére csak kismértékben változott az alappálya

Az augusztusi jelentéshez képest makrogazdasági alap-előrejelzésünk nem módosult jelentősen.¹ Az időközben beérkezett, a korábbi várakozásainkat meghaladó inflációs és béradatok módosították az inflációs folyamatról alkotott augusztusi képünket, ezért az inflációs alapprognózisunk a szigorúbb monetáris kondíciók ellenére továbbra is a teljes előrejelzési horizonton meghaladja a középtávú inflációs cél értékét. Maginflációs előrejelzésünk azonban az előrejelzési horizont második felében az infláció fokozatos mérséklődését vetíti előre.

A legfrissebb adatok a trendinfláció megugrásáról és bérinflációs nyomásról tanúskodnak

Az augusztusi frissítés óta eltelt időszakban több olyan makrogazdasági adat látott napvilágot, amely eltért az általunk várt pályától.

Az elmúlt negyedévben felgyorsult a trendinfláció növekedése, ezen belül a szeptemberi rövid bázisú maginflációs index még az egyszerűnek tekinthető tételek hatásától megtisztítva is jelentősen emelkedett. Az erőteljes ár-emelkedés nem köthető egy-egy komponenshez, hanem a főbb maginflációs tételek mindegyikében megfigyelhető volt.

Az infláció jövőbeli alakulása szempontjából negatív meglepetést jelentett az is, hogy a versenyszféra bruttó átlagkeresete év közepén történt csökkenést követően július és augusztus folyamán számottevő növekedést mutatott. Bár az átlagkeresetek kiugró mértékű növekedésében jelentős szerepe volt a rendszeres tételnek nem tekinthető prémiumkifizetéseknek, az ezek hatásával korrigált bérdinamika is erőteljesebb volt korábbi várakozásainknál. Mindezek a versenyszférában érvényesülő bérinflációs nyomás erősödésére utalnak.

A beruházások 2006 második negyedévében korábban nem tapasztalt mértékű visszaesést mutattak. Mindez annak ellenére következett be, hogy a gazdasági növekedés a potenciális ütem körül alakul, és folyamatosan növekvő a kapacitások kihasználtsága. Magasabb beruházási szintet indokolt volna az is, hogy a vállalati szektor beruházási aktivitása a múltban szoros együttmozgást mutatott a nemzetközi konjunktúrával. Jelenleg a külpiazi feltételeket igen kedvezőnek értékelhetjük, a GDP felhasználási oldalán a kedvező külpiazi konjunktúra hatására a nettó export emelkedése dominált, miközben a lakossági fogyasztási kiadások mérsékelt ütemben bővültek.

A fiskális kiigazító lépések hatására lassuló növekedés, megemelkedő infláció várható

Előretekintve továbbra is úgy látjuk, hogy a gazdaság pályáját a költségvetési kiigazító lépések fogják dominálni, a várható pálya bizonytalanságát azonban növelik az elmúlt negyedévben beérkezett új információk. Az augusztusi „Felülvizsgálat”-ban felvázolt képünkkel összhangban, az elkövetkező két évben az aggregált kereslet csökkenésére számítunk, ami deflációs hatású lesz; a költségvetési kiigazító intézkedések más része (adó- és járulék-, indirektadó- és szabályozottár-emelések), valamint az év eleje óta gyengült forint-árfolyam inflációnövelő hatású költségsokként jelentkezik.

Az inflációs és bérpályában tapasztalt meglepetés jórészt átmeneti, de lassítja a deflációt

Alappályánkban továbbra is azt tételezzük fel, hogy a gazdasági szereplők a gazdasági növekedés jelentős lelassulására számítva, annak hatásait megtapasztalva úgy fognak alkalmazkodni az őket érő költségsokkokhoz,

¹ Előrejelzésünk a 2006. november 8-ig beérkezett tényadatokon és egyéb információkon alapul.

hogy nem alakulnak ki másodlagos inflációs hatások, azaz az inflációs várakozások koordináltak maradnak. Az elsődleges hatásokat azonban csak részben tudja korlátozni a kereslet visszaesése.

Bár a rendelkezésünkre álló információk alapján nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy milyen tényezők okozták az infláció közelmúltban tapasztalt megugrását, alappályánkban azzal a feltevessel élünk, hogy a múltbeli költségsokkok elhúzódó lecsengését látjuk. Így a megugrást elsősorban egy szeri tényezőnek tekintjük, ami csak rövid távon emeli meg az inflációs előrejelzésünket. Néhány termékpiacon azonban számítunk addicionális inflációs hatásra is, elsősorban az EU-csatlakozás után felerősödött árupiaci verseny mérséklődő árleszorító hatása miatt.

Prognózisunkban a munkapiacról kialakított képünket sem változtatjuk alapvetően. A költségvetési intézkedések munkáltatói költségeket növelő komponense a fajlagos munkaköltség irányából jelentkező inflációs nyomást okoz, de a laza munkapiaci feltételek miatt arra számítunk, hogy a munkavállalók nem képesek jelentős mértékben a munkaadókra hárítani az adó- és járulékkerhek változásának reálbércsökkenő hatását. Ugyanakkor a munkapiacra a megfigyelt új adatok tükrében azt várjuk, hogy a béralakulás a korábban vártnál „ragadósabb”, visszatekintőbb lehet. Így az augusztusnál valamivel magasabb bruttó bérnövekedésre számítunk a verseny-szektorban, ami tovább növeli a költségoldali inflációs nyomást.

Szigorúbb monetáris kondíciók mérséklék az inflációs nyomást

A magasabb infláció irányába mutató tényezők hatását mérsékli, hogy az elmúlt időszakban a reálkamatok számottevően emelkedtek, és októberig közel 4%-ot erősödött az árfolyam. A piaci várakozások hosszabb távon további árfolyam-erősödést mutatnak, ezzel azonban alap-előrejelzésünkben nem számoltunk.

Előrejelzésünk feltételei

Előrejelzésünk változatlan jegybanki alapkamat, forwardkontraktusok alapján számolt olajárpálya és az októberi átlagos szinten rögzített forint/euro árfolyam feltételezésével készült. Alappályánkban a bejelentett költségvetési intézkedések maradéktalan megvalósulására számítunk. Megítélésünk szerint ugyanakkor a bejelentett intézkedéseket övező megvalósíthatósági kockázatok alig mérséklődtek az elmúlt időszakban, így az alappályát övező fenntarthatósági kockázatok nem tűntek el teljes mértékben.

Csökkenő fogyasztás, lassuló beruházási és külkereskedelmi dinamika, javuló külső egyensúly

Az aggregált kereslet visszaesése következtében az elkövetkező két évben a gazdaság növekedése lényegesen el fog maradni a potenciális ütemtől, két és fél százalék körül alakul 2007-ben és 2008-ban is. A kibocsátási résben tükröződik a költségvetési intézkedések, illetve kisebb mértékben a kedvezőtlenebbé váló külső konjunktúra hatása.

Az előzetekintő konjunktúraindikátorok arra utalnak, hogy 2007-től az európai növekedés lassulására lehet számítani. A belföldi felhasználás lassulása jelentősen mérsékli az import növekedését, miközben a külső kereslet gyengülése következtében 2007-ben és 2008-ban az exportbővülés dinamikája is fokozatosan mérséklődik.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás dinamikája 2007-ben számottevően lassul, amit elsősorban a háztartások és az állam beruházási kiadásainak csökkenése magyaráz. A vállalati szektor beruházásainak növekedési üteme

ugyanakkor csak kisebb mértékben csökken. 2008-tól az új uniós források megjelenése az állami szektorban már a beruházások élénküléséhez vezet, ami nemzetgazdasági szinten a beruházási dinamika kismértékű gyorsulását vonja maga után.

A lakossági fogyasztás a költségvetési intézkedések hatására 2007-ben csökken, majd 2008-ban az előző évben elért szinten marad. Előrejelzésünkben feltételeztük, hogy a háztartások fogyasztási kiadásait simítani fogják, így azok rövid távon a rendelkezésre álló jövedelem csökkenésénél kisebb mértékben esnek vissza.

A csökkenő belső felhasználás hatására a külső finanszírozási igény 2007-ben a GDP 4 százaléka köré, majd 2008-ban a 3 százaléka alá csökkenhet.

2007 első felében 8 százalék felett tetőző, majd fokozatosan csökkenő infláció

Bár a kormányzati intézkedések inflációs hatása már részben megjelent a tényadatokban, 2007 első felében az infláció további erős emelkedésére számítunk. Az inflációt jelentős mértékben emelő sokkok kifutásával 2008-ban az infláció alacsonyabb szintre kerül. Feltételes előrejelzésünk alappályája szerint 2007-ben az éves átlagos infláció 7 százalék, majd 2008-ban 4 százalék körül alakult. 2008 során azonban jelentős eltérés van a teljes fogyasztóiár-index és a maginfláció dinamikája között. Elsősorban a szabályozott árakra vonatkozó feltevésünk miatt a teljes fogyasztói kosár árindexe az év egészében 4% körül ingadozik, miközben az inflációs tendenciát jobban megragadó maginflációs mutatóban további defláció figyelhető meg.

A november havi átlagos piaci kamat- és árfolyam-várakozások szerint a forint-euro árfolyam 259 forintig erősödik, a jegybanki alapkamat pedig 7 százalék közelébe csökken 2007 végére, majd mindkettő stabilizálódik. Amennyiben előrejelzésünket erre a pályára készítenénk el, ez a 2007. évi éves átlagos fogyasztóiár-indexben 0,3 százalékpontos, míg a 2008. évi inflációban 0,4 százalékpontos csökkenést okozna. Kisebbs mértékű lenne a változás a bruttó hazai termék növekedési ütemére vonatkozóan, itt 0,1, ill. 0,2 százalékponttal alacsonyabb ütemet jeleznénk előre az elkövetkező két évre.

Növekvő bizonytalanság az alappálya körül, közel szimmetrikus kockázatokkal

Alap-előrejelzésünk legfontosabb feltételezése az inflációs várakozások középtávú lehangoronyozottsága. A trendinfláció gyorsuló ütemű növekedése és a megfigyelt bérpálya azonban utalhat arra is, hogy az inflációs várakozások koordináltsága jelentősen gyengült. Mivel az esetleges koordinációs probléma megjelenítésére modelljeink nem alkalmasak, illetve annak fennállása a tényadatok alapján még nem állapítható meg minden kétséget kizáróan, az esetleges koordinációs probléma hatását az alappályát övező kockázateloszlásban jelenítjük meg.

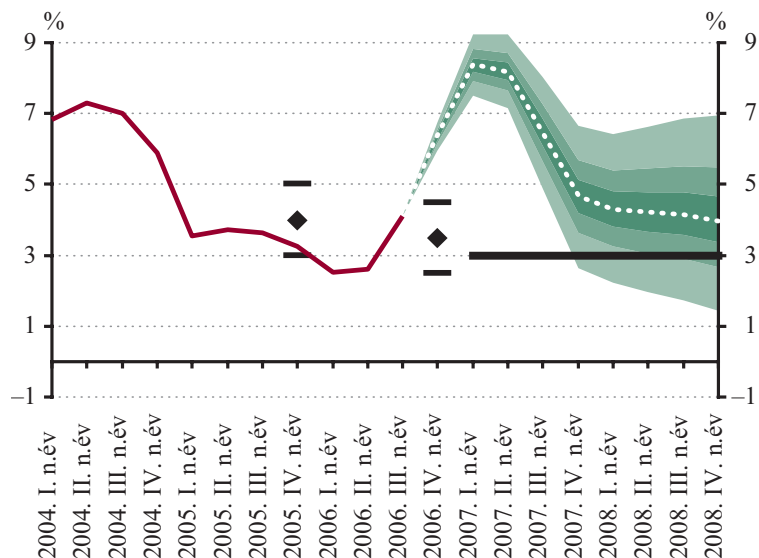
A koordinációs probléma következtében az átmenetinek feltételezett költség-sokkok továbbgyűrűző hatásúak lehetnek, a nominális bérpálya jelentősen meghaladhatja az alappályában szereplőt, és 2007 elejétől kezdődően a magasabb inflációs várakozások beépülhetnek a bérszerződésekbe. Szintén felfele mutató bizonytalanságot jelent a fogyasztási és bérdinamikát visszafogó költségvetési intézkedéseket övező megvalósíthatósági kockázat.

Lefele irányuló kockázatot jelenthet ugyanakkor – amennyiben maradéktalanul megvalósul – a költségvetési kiigazítás következtében megjelenő kereslet-visszaesés mértékét övező bizonytalanság. A háztartások fogyasztá-

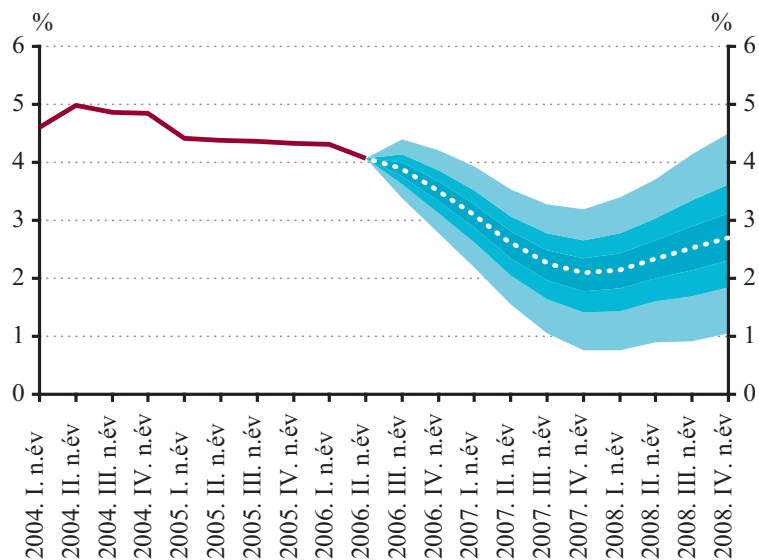
si kiadásaikat az alappályában feltételezettnél kevésbé simíthatják, így az aggregált kereslet-visszaesés erősebb lehet, aminek következtében megnőhet az alap-előrejelzésben szereplőnél alacsonyabb inflációs pálya kialakulásának valószínűsége. Alacsonyabb inflációs pályát eredményezhet továbbá, ha a kibocsátási rés inflációra gyakorolt hatása az általunk becsült mértéket meghaladja, illetve ha a gázáremelések az általunk feltételezett ütemnél lassabban valósulnak meg. Összességében az inflációs előrejelzés alappályáját övező kockázatok szimmetrikusoknak tekinthetők.

A gazdasági növekedés ütemét illetően is közel szimmetrikus kockázatokat látunk, amely két ellentétes bizonytalansági tényező eredőjeként adódik. A fogyasztás jelentősebb visszaesése lefelé, míg a költségvetési kiigazítás megvalósítási kockázatai felfelé téríthetők el a gazdasági növekedés ütemét az alappályához képest.

A feltételes inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-növekedés feltételes előrejelzésének legyezőábrája



Az alappálya összefoglaló táblázata

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

	2004	2005	2006	2007	2008
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	5,9	2,1	2,4	6,1	4,0
Fogyasztóiár-index	6,7	3,6	3,9	6,9	4,1
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,4	2,0	2,9	2,2	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	-0,5	0,8	1,5	-4,2	-2,0
Lakossági fogyasztás ³	3,6	2,1	2,4	-0,9	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás ³	8,5	6,7	4,2	2,1	4,3
Belföldi felhasználás ³	4,1	0,8	0,9**	0,0**	1,4
Export ³	15,8	10,7	15,7	9,8	9,1
Import ^{3,4}	13,6	6,5	12,1**	7,4**	8,4
GDP ³	5,2 (4,9)*	4,1 (4,3)*	3,9	2,5	2,4
Folyó fizetési mérleg hiánya⁴					
A GDP százalékában	8,5	6,8	7,1**	5,5**	4,3
Milliárd euróban	6,9	6,0	6,2**	5,2**	4,3
Külső finanszírozási igény⁴					
A GDP százalékában	8,2	6,0	6,0**	4,1**	2,6
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁵	5,9	8,9	7,2	5,3	4,7
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság ⁶	-0,4	0,0	0,8	-0,2	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset	9,3	6,9	8,3	7,3	7,0
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	-0,2	0,3	1,6	0,3	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	1,8	2,2	5,3	5,6	4,7
Lakossági reáljövedelem	3,9	3,6***	2,5	-3,8	1,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. ³ A táblázatban publikált GDP- adatok – mind a tényeket, mind az előrejelzést illetően – még nem tartalmazzák a GDP-számítás módszertanának – a KSH által október 2-án publikált – változásait. ⁴ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁵ Pénzforgalmi szemléletben. ⁶ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

* 2004-ben a naptári hatások a GDP-növekedést mintegy 0,3 százalékponttal növelte, 2005-ben pedig hasonló 0,2 százalékponttal csökkentette. A növekedés tendenciájának becsüléséhez ezzel korrigálni kell az eredeti értékeket; a korrigált értékeket zárójelben tüntettük fel.

** Előrejelzésünk tartalmazza a honvédségi Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

*** MNB-becslés.

1. Pénzügyi piacok

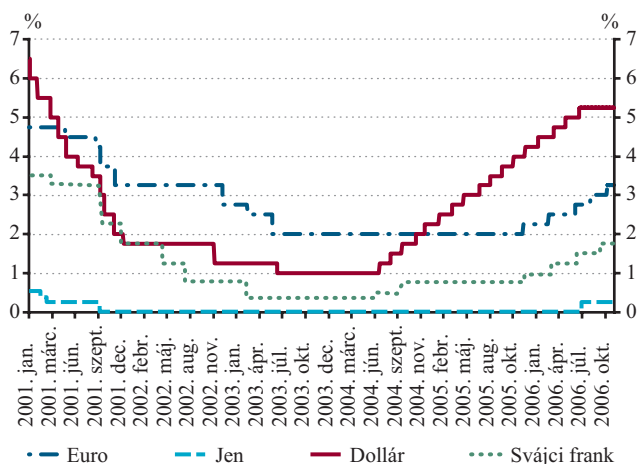




A globális pénzügyi piacokon az elmúlt fél évben a kockázati étvágy jelentősebb ingadozásait tapasztaltuk. Ez elmozdulást jelentett a korábbi stabil, kiszámítható befektetői környezethez képest. A bizonytalanság növekedése május–júniusban eladási hullámot váltott ki a feltörekvő piacokon, a befektetők átmenetileg jelentős mértékben csökkentették kockázati kitettségüket. Bár az ezt követő korrekció nyomán a kockázati étvágy visszatért a tavaszi magas szint közelébe, előretételezve a befektetői hangulat sérülékenyebb lehet.

1-1. ábra

Jegybanki alapkamatok alakulása

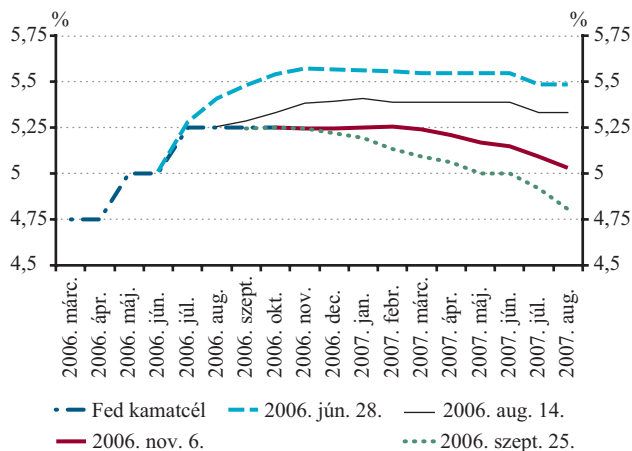


A kockázati étvágy ideji romlása elsősorban azzal magyarázható, hogy a főbb piacokon véget ért az utóbbi néhány évben jellemző laza monetáris politika és alacsony hozamszint. A monetáris politikában bekövetkezett változás – előbb a Fed, majd idén az EKB és más jegybankok szigorításai – fokozatosan megemelte a kockázatmentes kamatszintjét, de a befektetők csak lassan alkalmazkodtak a változó hozamkörnyezethez. Ezt a magatartást támogatta, hogy az amerikai kamatemelési ciklus a várakozások mentén, nagyobb meglepetés nélkül ment végbe. Az idei év közepén, a szigorítási ciklus végéhez közeledve azonban megnőtt a jövőbeli dollár kamattal kapcsolatos bizonytalanság. A nyersanyagárak többéves folyamatos emelkedése és a vártnál magasabb inflációs adatok miatt májusban és júniusban megnőtt a piacok által érzékelt inflációs kockázat, és a várt dollár kamattal kapcsolatos megemelkedett. Az inflációs félelmek elmúltával augusztusban és szeptemberben egyes piaci szereplőknek megjelentek a recessziós félelmek, melyek elsősorban az amerikai ingatlanpiac várt lassulásához kapcsolódtak. A várakozások gyakori változása és jelentős megosztottsága tovább növelte a piaci bizonytalanságot.

A kockázati kitettség globális csökkenésének első jelei idén tavasszal jelentek meg, május–júniusban pedig sor

1-2. ábra

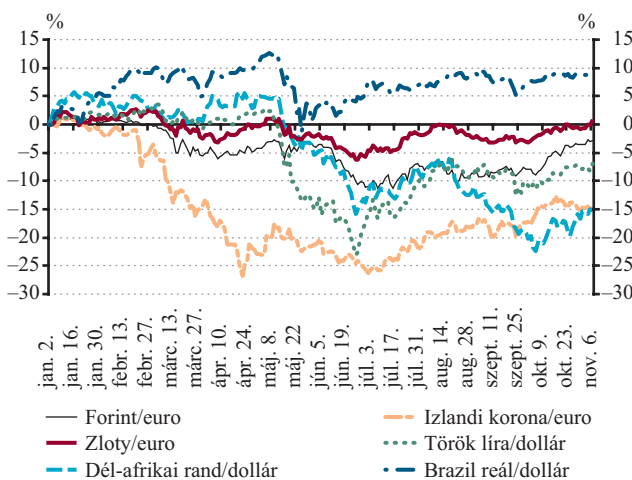
A Fed irányadó kamata és e kamat jövőbeli szintjére vonatkozó várakozások* különböző időpontokban



*A Fed kamat határidős jegyzéseiből számítva.

1-3. ábra

Egyes feltörekvő piaci devizák ideji alakulása (kumulált, 2006. január 2. = 0)



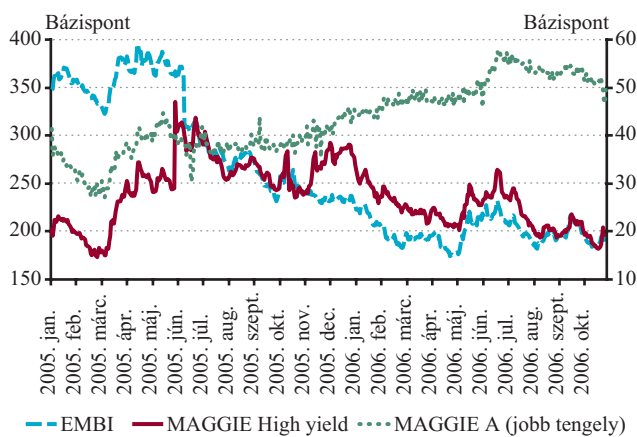
került egy jelentős nemzetközi tőke kivonási hullámra. A kockázati kitettség leépítése sok országot és eszközcsoportot érintett, azonban egyes külső egyensúlyi vagy belpolitikai problémákkal jellemzett országokban különösen nagymértékű árfolyamgyengülés következett be. Ugyanis míg korábban elsősorban az elvárt hozam nagysága határozta meg a portfólióallokációt, és a befektetők nagyrészt figyelmen kívül hagyták az egyes országok makrogazdasági helyzetéből fakadó kockázatokat, addig a tőke kivonás idején az országspecifikus kockázatok előtérbe kerültek, és a kockázatosabbnak tartott országokban nagyobb mértékű tőke kivonásra került sor.

Az eladási hullám azonban csak átmenetileg fordította meg a feltörekvő piacokra irányuló tőkeáramlást. Az infláci-

ős félelmek csökkenésével a várt dollárkamattpálya és a hosszú hozamok ősszel mérséklődtek. Ez, továbbá az érintett országok jegybankjai által végrehajtott kamatemelések is hozzájárultak a feltörekvő piaci hangulat javulásához. Az amerikai gazdaság lassulása a piac jelenlegi várakozásai szerint mérsékelt és fokozatos lesz, ami jövőre az irányadó dollárkamatszint csökkenéséhez vezethet, de a várakozások továbbra is nagyon megosztottak.

1-4. ábra

Kötvény- és hitelindexek



Összességében a nemzetközi befektetői környezet továbbra is kedvező, ráadásul a nyersanyagárak augusztusi és szeptemberi csökkenése egyszerre mérsékelte a piacokon az inflációs és a növekedési aggályokat, ami erőteljes részvénypiaci hosszbán (emelkedésben) is tükröződött. A kockázati indexek historikusan továbbra is nagyon alacsony szinten vannak, ugyanakkor a befektetők a makrogazdasági vagy politikai kockázatok alapján továbbra is különbséget tesznek az egyes országok között.

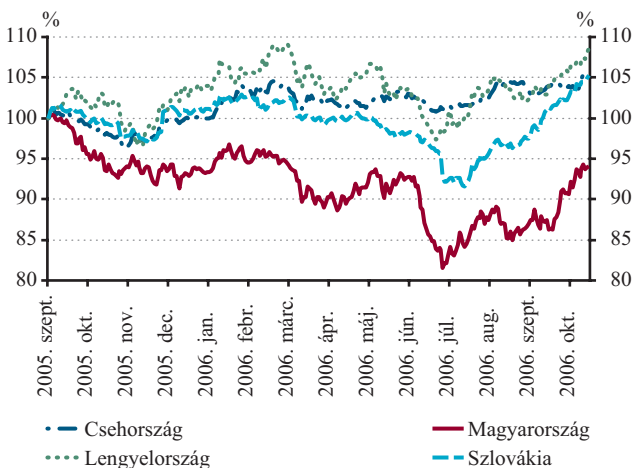
A befektetői kockázati étvág csökkenésével a forinteszközök sebezhetősége tovább nőtt. Míg az általános feltörekvő piaci hossz időszakában a befektetők nagyrészt figyelmen kívül hagyták a magyar országspecifikus kockázatokat (a nemzet-

közi összehasonlításban is kiugróan magas költségvetési és folyó fizetésimérleg-hiányt és az államadósság növekedését), addig az eladási hullám során a forint is jelentős mértékben leértékelődött, és megnőtt a volatilitása. A forinteszközök ára ilyenkor egyértelműen a kockázatosabb eszközök árával mozgott együtt, és így különösen érzékeny volt a befektetői hangulat változásaira. A magyar fundamentumok romló külső megítélését jól tükrözte, hogy 2005 vége óta a nagy hitelminősítők több alkalommal is rontották a magyar államadósság besorolását vagy kilátását. A romló megítéléshez hozzájárult, hogy a befektetők nem tartották hitelesnek az euro bevezetésének hivatalos céldátumát. A tervezettnél lényegesen magasabb költségvetési hiány és államadósság bejelentése további negatív piaci hatásokkal járt. A forinteszközök teljesítménye annak ellenére elmaradt a visegrádi országokétól, hogy a régió egészében felerősödtek a belpolitikai kockázatok (patt helyzet a cseh parlamentben, a lengyel miniszterelnök lemondása, új szlovák kormánykoalíció). Ebben az időszakban a forint lett a régió legvolatilisabb devizája.

1-5. ábra

Az euróban számított CEBI-indexek* alakulása

(2005. szept. 1. = 100)



* Helyi devizában denominált átlagos összetételű állampapír-portfóliónak euróban mért teljes hozama.

1-1. táblázat

A hitelminősítők magyar adósságot érintő bejelentései az elmúlt egy évben

Dátum	Hitelminősítő	Bejelentés
2005. dec. 6.	Fitch	leminősítés (BBB+)
2006. jan. 26.	S&P	negatív kilátás (A-)
2006. febr. 22.	Moody's	negatív kilátás (A1)
2006. jún. 15.	S&P	leminősítés (BBB+), negatív kilátás
2006. szept. 20.	Fitch	negatív kilátás (BBB+)
2006. szept. 22.	Moody's	leminősítési felülvizsgálat kezdete (A1)
2006. okt. 4.	JCR	leminősítés (A-)

A forintárfolyam nyáron történelmi mélypontra gyengült az euróval szemben, és átmenetileg az intervenciós sáv gyenge oldalán is kereskedtek a magyar devizával. Az ezt követően kialakult 270–280 forint/eurós kereskedési sáv 9-10 százalékkal volt leértékeltőbb, mint a tavalyi év túlnyomó részében jellemző 245–255 forint/eurós sáv. A Reuters felmérései ugyanakkor azt mutatták, hogy az elemzők árfolyam-várakozásai az azonnali árfolyam jelentős elmozdulásai ellenére júliustól – 2006 végére 270, 2007 végére 262 forint/eurós szint körül – stabilizálódtak.

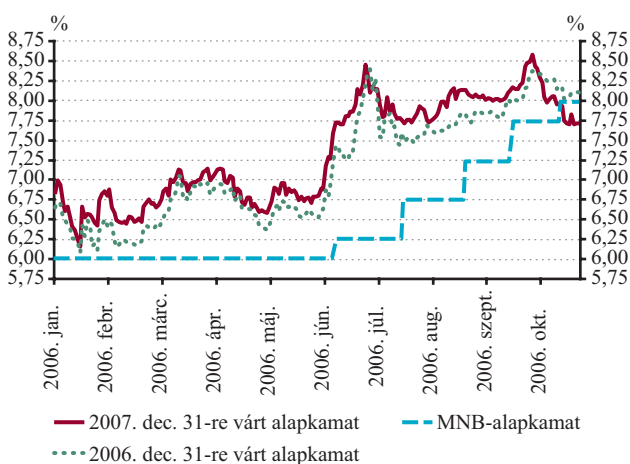
1-6. ábra

Forint/euro árfolyam



1-7. ábra

A jegybanki alapkamat és a hozamgörbéből 2006, illetve 2007 végére becsülhető* várt alapkamat



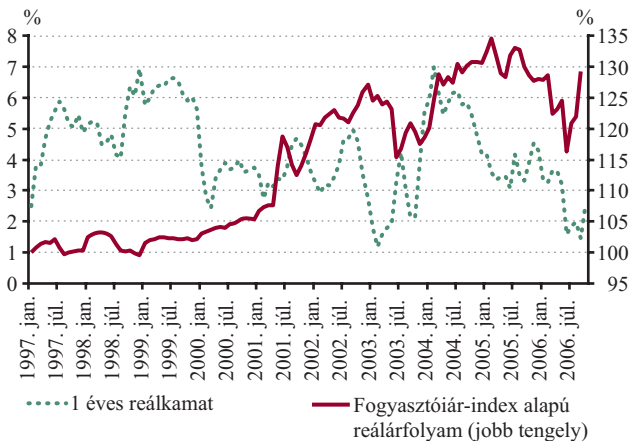
* Az állampapír-piaci hozamokra illesztett zérókupon hozamgörbéből számított, 2006 és 2007 végén induló kéthetes forwardhozam.

Az árfolyam jelentős gyengülése, a bejelentett fiskális kiegészítő lépések várható inflációs hatása, valamint a feltörekvő piacokat ért prémiumsokk következtében a piaci szereplők már június folyamán jelentős mértékű kamatemelést áraztak be. Az MNB júniustól októberig összesen 200 bázisponttal emelte az irányadó kamatot. Bár az elemzői konszenzus, illetve a beárazott kamatpálya némi-

leg lassabb ütemű monetáris szigorítást valószínűsített, a lépéseket követő mérsékelt piaci reakciók arra utaltak, hogy a jegybank lépései nem lepték meg a piaci szereplőket, kommunikációja megfelelően orientálta a várakozásokat. A végrehajtott kamatemelések ellenére a hosszú lejáratú állampapír-piaci hozamok június végéhez képest csökkentek, azaz a lépések hozzájárultak a pénzpiaci helyzet stabilizálódásához. Az egyéves előretékinthető reálkamat az év közepén 2 százalék alá süllyedt, és a kamatemelések után is az elmúlt években jellemző szintek alatt maradt. Az őszi árfolyam-erősödés nyomán részben korrigálódott a monetáris kondíciók tavalyi év második felében és az idei év első felében tapasztalt jelentős lazulása. A piacok arra számítanak, hogy jövőre már lehetőség lesz az alapkamat csökkentésére.

1-8. ábra

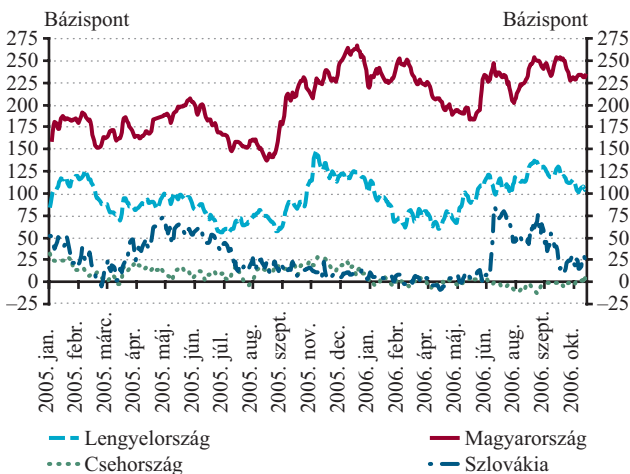
A monetáris kondíciók alakulása*



* Reálárfolyam, 1997. január = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. Az előretékinthető reálkamat az 1 éves állampapírhozamok havi átlaga a Reuters 1 évre előretékinthető inflációs konszenzusával deflálva.

1-9. ábra

Az eurohozamok feletti, 5 év múlva induló 5 éves forwardfelár a visegrádi valutákra



Az árfolyam októberben korigálta a korábbi gyengülést, és 260 forint/euro körüli szintre erősödött. A felértékelődéshez a kedvezőbb globális befektetői környezet, a jegybanki kamatemelések és a költségvetési hiány csökkentésére irányuló intézkedések megvalósítási kockázatának piac által érzékelt csökkenése egyaránt hozzájárultak.

A forintpiaci hangulatot a következő hónapokban is nagyban befolyásolhatja a kiigazítási program hitelessége, illetve megvalósítása. A javuló befektetői környezet ellenére Magyarország még nem került ki a kockázatosnak tartott

országok csoportjából, így a forinteszközök továbbra is sérülékenyek lehetnek a kockázatiétvágy-sokkokra. A kiigazítás megvalósítási kockázatának esetleges növekedése az elvárt prémium emelkedését okozhatja (mint például a szeptemberi parlamenti bizalmi szavazást megelőző időszakban) és a magyar adósság további leminősítését eredményezheti. A hosszú forwardfelárak magas szintje azt mutatja, hogy a befektetők még jelentős kockázatot látnak a magyar konvergenciafolyamatban. Másik oldalról viszont ez azt is jelenti, hogy az egyensúlyi pozíció hiteles javulása esetén további tere lehet a kockázati prémium csökkenésének.

2. Az infláció és meghatározó tényezői



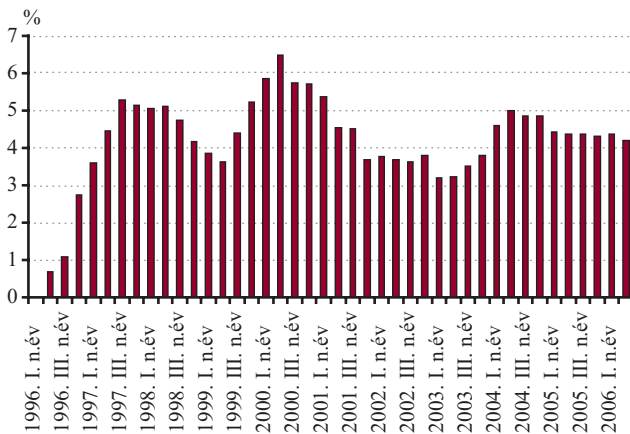


2.1. Konjunktúra

2006 első félévében erős gazdasági konjunktúrát tapasztalhattunk (4,2 százalékos GDP-növekedés, szezonálisan igazítva 4,3 százalék), mely mögött elsősorban a korábbi várakozásoknál kedvezőbb külső kereslet húzódott meg, miközben a belső kereslet gyengének mondható.² A gazdaság lassulását vetítik előre a kereskedelmi partnereink jövőre vonatkozó várakozásait tükröző üzleti bizalmi indexek, illetve a költségvetési kiigazító intézkedések.

2-1. ábra

A GDP növekedése
(éves növekedési ütemek)



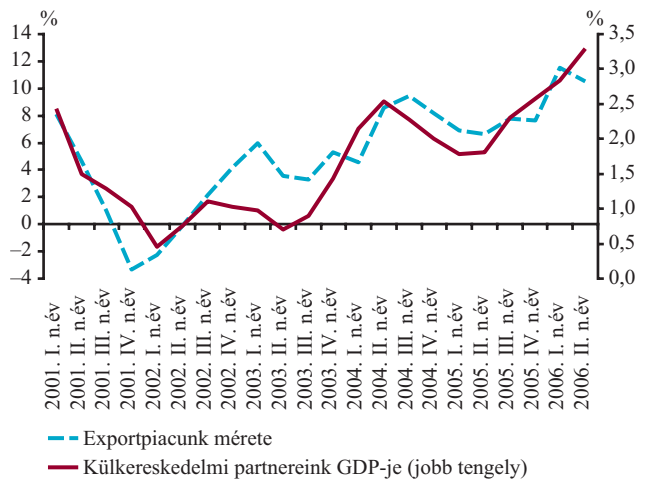
Élénk külső konjunktúra – kedvező szerkezet, romló várakozások

A külföldi gazdasági aktivitás mutatószámai továbbra is erős külpiazi konjunktúrát jeleznek. Bár az export szempontjából fontosabb kereskedelmi partnereink kereslete nem gyorsult tovább, növekedési üteme historikusan igen magas szintűnek tekinthető. A külföldi üzleti bizalmi indexek magas értékei is megerősítik ezt a képet. A németországi konjunktúrát jellemző IFO üzleti index előretekintő, havi várakozásokat tükröző alindexe azonban már az üzleti klíma kedvezőtlenebbé válását jelzi előre, amely mögött részben a jövő januári német áfaemelés keresletcsökkentő hatásai is meghúzódhatnak. A nemzetközi helyzet megítélése kapcsán kiemelhetjük még az általánosnak mondható várakozásokat az amerikai gazdaság jövő évi lassulására vonatkozóan, megemlítjük azonban, hogy nőtt a „puha landolást” váró elemzők száma. Mindezek alapján a külső konjunktúra jelenlegi helyzetét fordulópont-közelinek ítélnélhetjük.

² A jelentés információs halmazának lezárása után érkezett be a KSH harmadik negyedéves GDP-gyorsbecslése, ami várakozásainknak megfelelően lassuló konjunktúrát tükrözött.

2-2. ábra

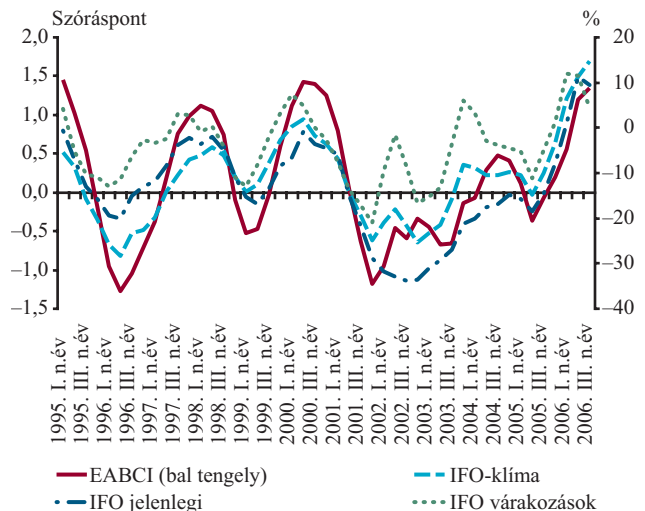
Exportpiacunk méretének* és főbb külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása
(éves növekedési ütemek)



* Exportpiacunk mérete: Magyarország főbb exportpiacainak súlyozott importvolumen-növekedése.

2-3. ábra

Az euroövezet (EABCI) és Németország (IFO) üzletiklíma-indexe

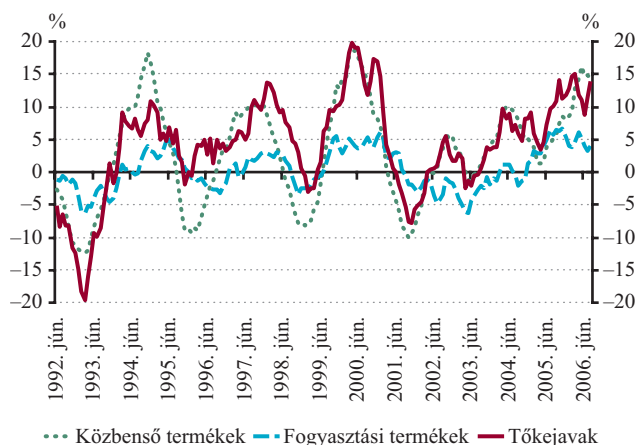


Fontos kiemelni, hogy legfontosabb kereskedelmi partnerünk gazdasági élénkülése a magyar export számára kedvező szerkezetben valósult meg. A német ipari új rendelésekben azon termékcsoportok mutatnak erősödést (tőkejavak és közbelső termékek), amelyek jellemzően nagyobb

súllyal szerepelnek Magyarország Németországba irányuló exportjában. Ezzel szemben határozottan gyengébb dinamikájúak a magyar export számára kevésbé fontos fogyasztási javak új rendelései. Ezt a képet megerősítik az eurozóna GDP-összetevőinek növekedési hozzájárulásai, amelyekből jól látható, hogy a jelenlegi konjunktúrát főképp a magyar export felhasználási területét is jelentő beruházások húzzák.

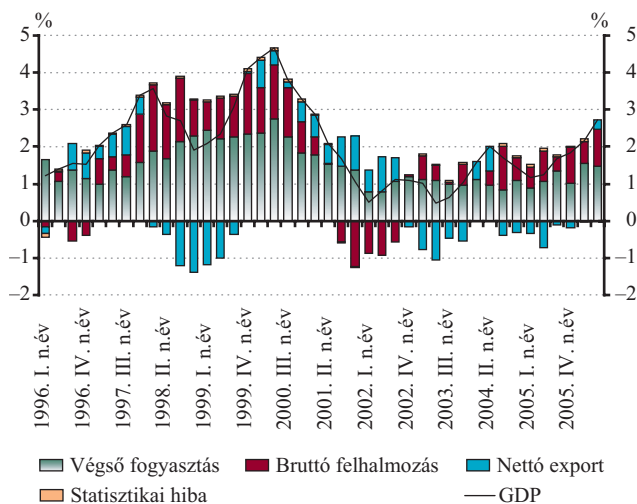
2-4. ábra

Német ipari új rendelések
(éves növekedési ütemek)



2-5. ábra

Az eurozóna GDP-növekedése és összetevőinek hozzájárulása
(éves növekedési ütemek)



Forrás: Eurostat.

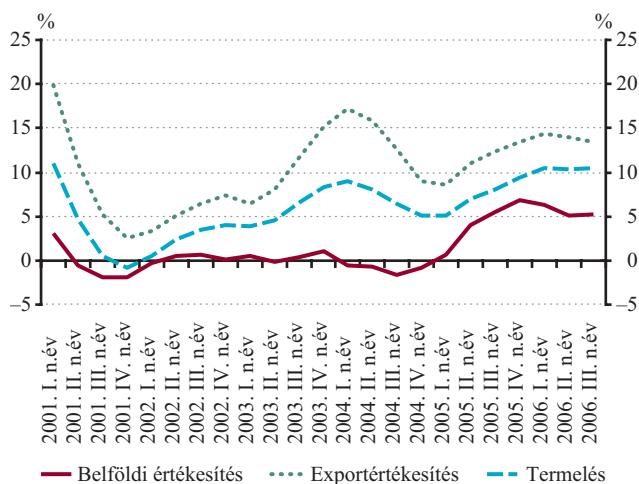
Ipari aktivitás – dinamikus növekedés

A kedvező külső konjunktúrával összekapcsolhatóan az ipar kibocsátása 2006 első felében is igen dinamikus növekedést mutatott. Továbbra is a feldolgozóipari folyamatok járultak hozzá a legnagyobb mértékben ehhez a növekedéshez, és a gépipar megőrizte korábbi túlsúlyát. Az értékesítési adatok

is megerősítik ezt a képet, mivel a feldolgozóipari értékesítések jelentős részét képező exportértékesítések, a megelőző időszakokhoz hasonlóan, dinamikusan nőttek. A belföldi értékesítések növekedése, bár némileg alacsonyabb a korábban tapasztaltnál, még mindig historikusan magasnak tekinthető. Emögött az húzóerő, hogy a belföldi ipari értékesítések nemcsak a lanyguló belső kereslettel, hanem az élennebb külső konjunktúrával is kapcsolatban állhatnak.

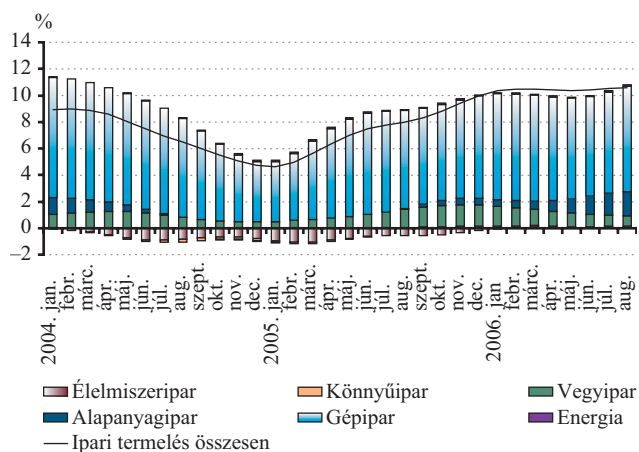
2-6. ábra

A feldolgozóipari termelés és értékesítés alakulása
(éves trend növekedési ütemek)



2-7. ábra

Ipari termelés – ágazatok növekedési hozzájárulása*



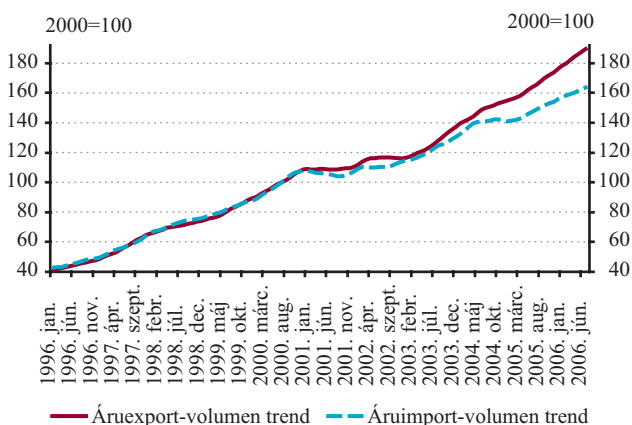
* Trendidősorokból éves növekedési ütemek alapján. Az egyes ágazatsorok hozzájárulásai a súlyozás és a szezonális igazítás miatt nem feltétlenül adják ki a teljes ipari termelés növekedését.

Az első félévi hozzáadott értékek dinamikája összhangban volt a bruttó termelési folyamatokkal. A feldolgozóipari hozzáadott érték az első negyedévben historikusan magas ütemben, 10,8 százalékkal, míg a második negyedévben 7,9 százalékkal nőtt. A piaci szolgáltatások hozzáadott érték-növekedése 4,5 százalékra mérséklődött.

2006 első félévében a külkereskedelmi forgalom egyenlege enyhén javult. Ez két ellentétes hatás eredőjeként alakult ki. Egyrészt, és ez bizonyult az árnyalatnival erősebb hatásnak, az export volumene továbbra is erőteljesebben növekedett (15 százalékkal), mint az importé (11 százalék). Emögött az erős külső kereslet és a 2005 elejétől megfigyelhető reálleértékelődés hatásai húzódnak meg. Mindez összhangban van a már említett erős konjunkturális pozícióval. Másrészt folytatódott a cserearány romlása. Ez 2005-höz hasonlóan szinte teljes egészében az energiaárak kedvezőtlen elmozdulásának volt betudható.

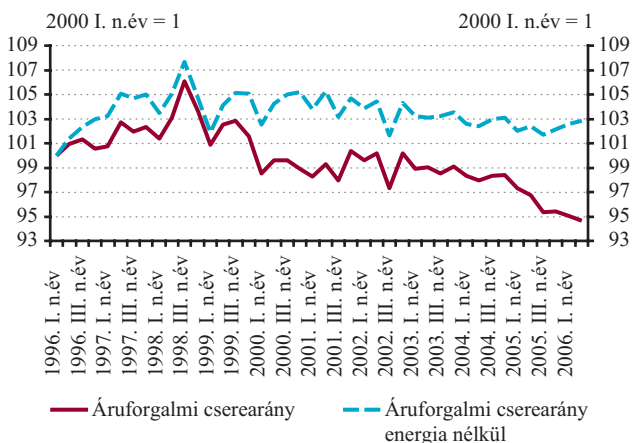
2-8. ábra

Az áruexport- és az áruimport-volumen alakulása



2-9. ábra

Az áruforgalmi cserearány alakulása



Beruházások – elképzelhető-e korrekció rövid távon?

2006 második negyedében a beruházások volumene 3,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ilyen mértékű visszaesés 1996 óta nem volt tapasztalható. A jelenség mögött az építési beruházások erőteljes, 6,8 százalékos csökkenése áll. Ezt egyrészt a la-

kosság ingatlanberuházásainak visszaesése, másrészt pedig az állami autópálya-építések alakulása okozhatta.

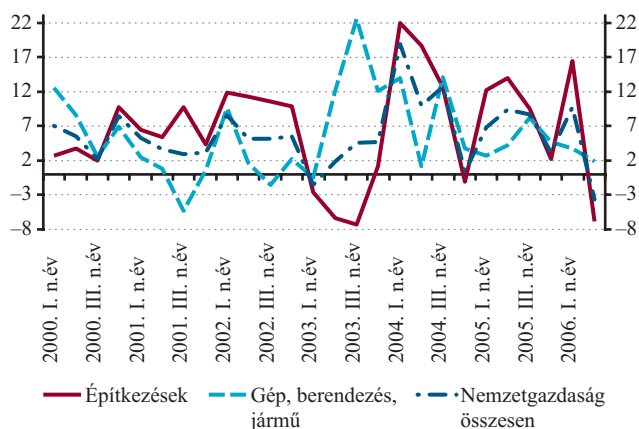
A gépekbe, berendezésekbe és járművekbe történő beruházások bár enyhén lassuló, de továbbra is pozitív ütemben növekedtek. Kérdés, hogy ez mennyiben van összhangban az erős ipari konjunktúráról írtakkal. A vállalati kapacitáskihasználtság továbbra is historikusan magas szinten van, amely legalábbis nem csökkenő jelenbeli és potenciálisan növekvő jövőbeli beruházási dinamikát implikálna. Elképzelhető azonban, hogy a vállalatok inkább átmenetinek tartják a konjunktúrát, illetve úgy ítélik meg, hogy az már túl van a csúcspontján. Ezt a feltételezést erősíti meg a már említett külpiazi, jövőbeli várakozásokat mutató üzleti bizalmi indexek csökkenése, illetve a várt kormányzati megszorító intézkedések hatása is.

A fenti tényezőket összességében nehéz egyértelműen értékelni, kérdéses, várható-e a második negyedéves gyengébb nemzetgazdasági adat után egy kisebb korrekció rövid távon.

2-10. ábra

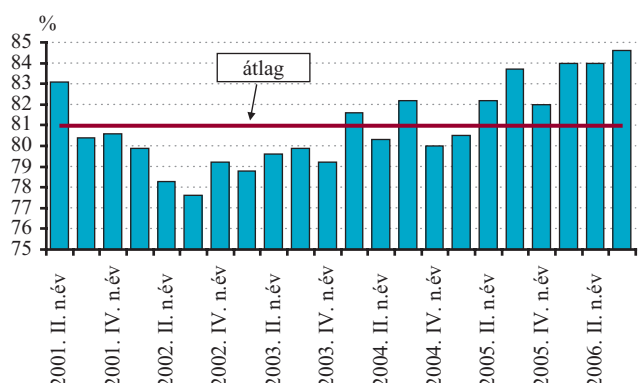
A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása

(éves növekedési ütemek)



2-11. ábra

Kapacitáskihasználtság* a feldolgozóiparban



*Forrás: Eurostat.

Lakosság – lassuló fogyasztás és csökkenő lakásberuházások

A második negyedévben mind a lakossági fogyasztási kiadások, mind a kiskereskedelmi forgalom lassult. A fogyasztás így már több mint másfél éve lassabban bővült, mint a rendelkezésre álló jövedelem. Ennek megfelelően a fogyasztási ráta visszatért a 2001-ben tapasztalt szintjére. Mindez összefüggésbe hozható a várt jövedelem csökkenésével, illetve a nagyobb jövedelembizonytalansággal.

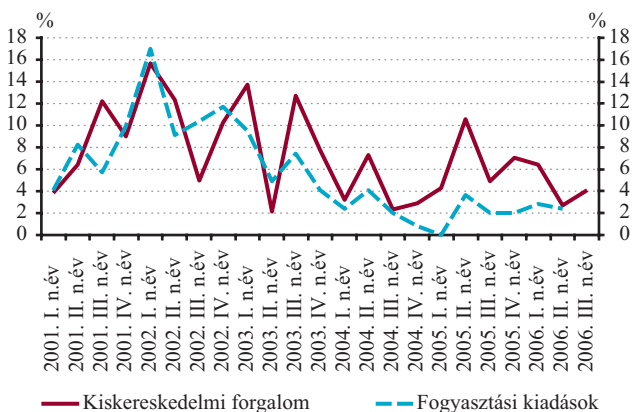
Az első félévben – várakozásainkkal megegyezően – szűkült a rés a kiskereskedelmi forgalom, illetve a fogyasztási kiadások növekedési ütemei közt. Ennek oka, hogy a főként a kiskereskedelmi forgalmat adó iparcikkek és élelmiszerek dinamikája gyengült, míg a csak a fogyasztási kiadásokban szereplő szolgáltatások növekedése kiegyenlítősebb volt.

A július, illetve augusztus havi kiskereskedelmi értékesítési adatok a korábbi hónapok lassuló trendjét követően némi gyorsulást mutattak. Megítélésünk szerint ez szoros kapcsolatban lehet az erre a hónapokra jellemző, vártnál erőteljesebb bérdinamikával. Tekintve a hatás részben egyedi jellegét, párhuzamosan a bérdinamika lassulásával, illetve az infláció emelkedésével, előretekintve ismét a kiskereskedelmi konjunktúra lassulására számíthatunk.

A második negyedévben is tovább csökkentek a lakásberuházások, bár a dinamika romlása megállt. A lakáspiaci reálárak csökkenése folytatódott, de kisebb ütemben, mint a megelőző negyedévekben. A csökkenő lakásberuházások mögött továbbra is a túlkínálatos ingatlanpiac húzódik meg. A kereslet elégtelenségét részben a megelőző évek

2-12. ábra

A lakossági fogyasztási kiadások és a kiskereskedelmi forgalom alakulása*
(évesített negyedéves növekedés)

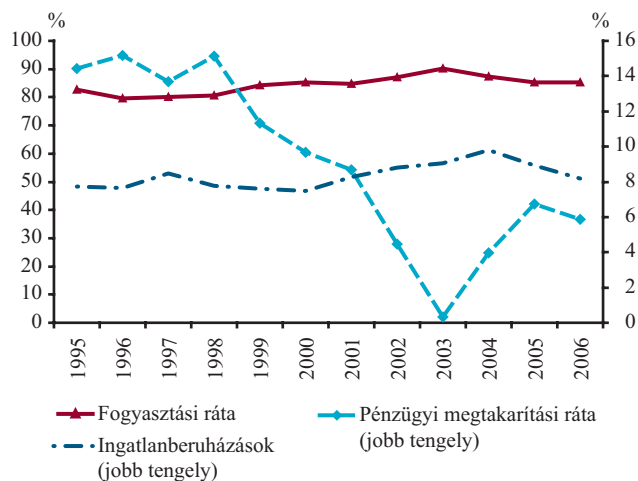


* A harmadik negyedéves kiskereskedelmi forgalomhoz a szeptemberi adatát becslés.

nagy volumenű ingatlanvásárlásai, részben a várt jövedelmek csökkenése, illetve az erősödő jövedelembizonytalanság okozzák.

2-13. ábra

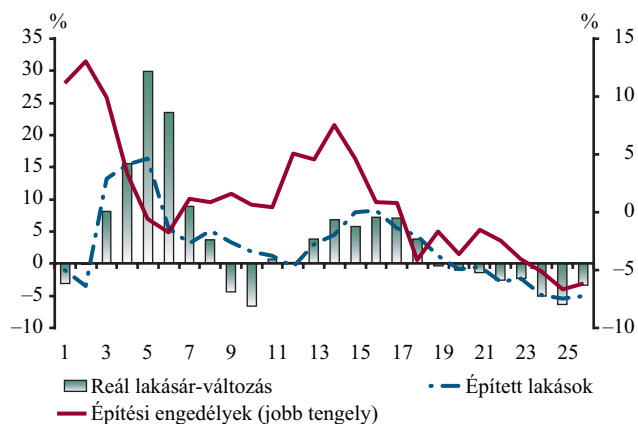
A fogyasztási és megtakarítási ráta alakulása*



* A forrás a fogyasztási és ingatlanberuházási ráták esetében a KSH (2004-ig), míg a pénzügyi megtakarítási ráta esetében az MNB. A két statisztika közötti módszertani eltérések miatt a ráták összege nem feltétlenül 100. Az adatok 2004-ig tényadatok, 2005-re és 2006-ra becslések.

2-14. ábra

A reál lakásárak, a kiadott lakásépítési engedélyek és az épített lakások számának alakulása



A reál lakásárak esetében éves, a többi időszor esetében évesített negyedéves növekedési ütemek.

Gazdasági növekedés – kedvező dinamika, romló kilátások

Az első félévben továbbra is erős maradt a gazdasági növekedés: az első negyedévben a szezonálisan igazított adatok szerint az előző év azonos időszakához viszonyítva 4,4 százalékkal, míg a másodikban 4,2 százalékkal nőtt a GDP. Rövidbázison az első negyedévben kisebb lassulást,

a másodikban gyorsulást figyelhettünk meg. Így a növekedés továbbra is a potenciális üteme körül ingadozik.

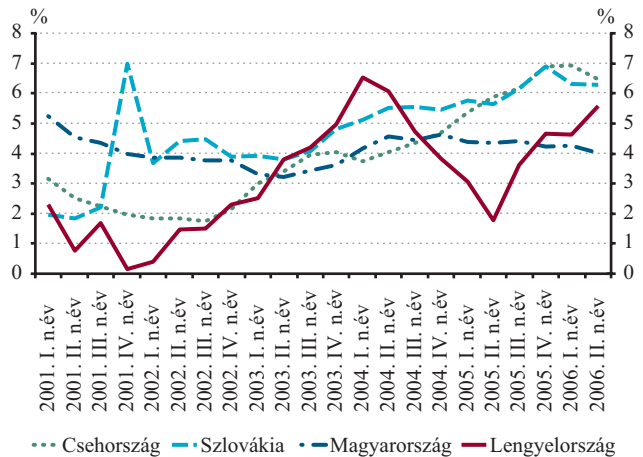
Felhasználási oldalról nézve a növekedéshez a legnagyobb – és növekvő – mértékben a nettó export járult hozzá³, míg a fogyasztás hozzájárulása bár a tavalyi évhez képest nagyobb, de historikus átlagától elmaradó volt. A beruházások növekedési hozzájárulása erősen lecsökkent 2006 első két negyedében.

Termelési oldalról nézve a feldolgozóipar éves növekedési üteme a második negyedévben továbbra is meghaladta a GDP bővülését. A piaci szolgáltatások dinamikája közel esett a GDP növekedési üteméhez. A mezőgazdaság és az építőipar hozzáadott értékei azonban csökkenést mutattak a második negyedévben.

A kelet-közép-európai régió gazdasági aktivitására tekintve gyorsuló lengyel és magas szinten stagnáló cseh, illetve szlovák GDP-dinamikát látunk. Ebben az összevetésben a

2-15. ábra

A GDP növekedése térségünkben
(éves növekedési ütemek)



magyar növekedés a legstabilabb, de 2005 negyedik negyedétől kezdődően egyben a legalacsonyabb is.⁴

³ Korábbi elemzéseinkben is említettük már, hogy az EU-csatlakozás egyik hatásaként elszámolási problémák keletkezhetnek a statisztikákban, s így a nettó export növekedése kedvezőbbnek tűnhet a valóságosnál. Meg kell jegyeznünk azonban, hogy ez a hatás az idei évre már valószínűleg kisebb, mint a megelőző két évben.

⁴ Az előző lábjegyzetre utalva érdemes megjegyezni, hogy az ott említett, az EU-csatlakozás kapcsán felmerülő elszámolási problémák másként, illetve más mértékben jelenhetnek meg a régió különböző országainak statisztikáiban. Mivel erről pontosabb információval nem rendelkezünk, óvatosság indokolt a GDP-adatok összehasonlításakor.

2.2. Munkapiac

2006 második és harmadik negyedében az aktívák száma és aránya bár csökkenő ütemben, de tovább emelkedett. Ehhez, az év eleji lassú újra megindulás után, stagnáló foglalkoztatás társult, amely következtében növekedett a munkanélküliség. A munkanélküliségi ráta az utóbbi időben meglehetősen változékony, jelenleg 7,5 százalék, míg az aktivitási arány 55 százalék.

Az év eleji minimálbér-emelésből és nagyarányú prémiumkifizetésekből adódó bényomást a vártnál nagyobb negatív korrekció követte, ám a nyári hónapokra visszaesett bérinfláció a júliusi, illetve augusztusi adatok alapján újra jelentősen emelkedett. Ebben ismét nagy szerepe volt a nem rendszeres kifizetések megugrásának, ami részben adódhatott abból, hogy a versenyszféra számos ágazatában a kormányzati adóintézkedések miatt bizonyos kifizetéseket előrehozta. Emelkedő tendenciát tükrözött ugyanakkor a rendszeres kifizetések alakulása is. A versenyszférában a bruttó átlagkeresetek augusztusi havi éves növekedési üteme 11,6 százalék, míg a rendszeres bérkifizetéseké ezen belül 8,2 százalék volt.

Az aktivitás jobban nő, mint ahogy azt a demográfiai folyamatok indokolnák

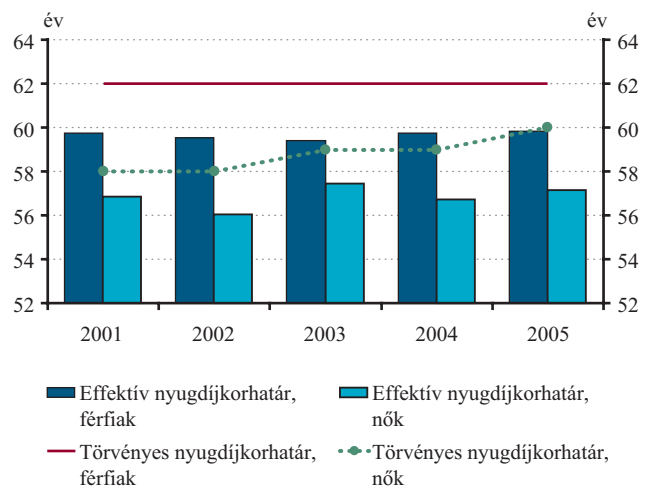
2001-től kezdődően a munkaerőpiacon az aktívák száma nagyobb mértékben növekedett, mint az, az előrejelzett demográfiai mutatók alapján várható volt. Ez arra utal, hogy a gazdaság jelentős munkaerő-tartalékokkal rendelkezik, vagyis a nemzetközi összehasonlításban rendkívül magasnak számító hazai inaktivitásból nem lehetetlen lefagyni. Hogy ez a növekedési többlet honnan származik, azt az anekdotikus információk (pl. sorkatonaság eltörlése) nem vagy csak részlegesen magyarázzák. Lehetséges magyarázat például az évtized első pár évének gyors bér-emelkedése, amely serkentette a munkavállalási kedvet, illetve – az előbbivel akár szoros összefüggésben – a nők munkavállalási hajlandóságának változása. Az aktivitás növekedését ugyanis a nők aktivitása, ezen belül pedig az 55–59 éves korosztály vezérli. Az utóbbi korcsoport aktivitási rátáját lerögzítve az 1997-es alacsony értékre, a munkaképes korú népesség aktivitási arányából szinte a teljes növekmény kiszűrhető.

Kézenfekvő magyarázatként szolgálhat erre a jelenségre a nyugdíjkorhatár törvényi emelése, amely valószínűsíthető-

en erre a csoportra hatott leginkább. Ezzel a tényezővel azonban egyrészt Habcsek (2005)⁵ számolt mint demográfiai folyamattal, másrészt pedig megvizsgálva az effektív nyugdíjkorhatárt, vagyis azt, hogy valójában átlagosan hány éves korban vonulnak nyugállományba az emberek, nem bizonyítható, hogy a törvényes emeléssel együtt emelkedett volna az effektív korhatár is (2-16. ábra).

2-16. ábra

Törvényes és effektív nyugdíjkorhatár, 2001–2005 (életkor években)



Ebből következően, a társadalom szűk értelemben vett demográfiai jellemzőin felül a nyugdíjkorhatár emelkedése sem nyújt kielégítő magyarázatot az aktivitás növekedésére; a nők munkavállalás iránti preferenciája azonban plauzibilis, ám még igazolásra szoruló indok lehet. Az azonban bizonyosan igaz, hogy a növekvő aktivitás kínálati oldalról egy lazuló munkapiac irányába hat.

Mérsékelt munkaerő-kereslet

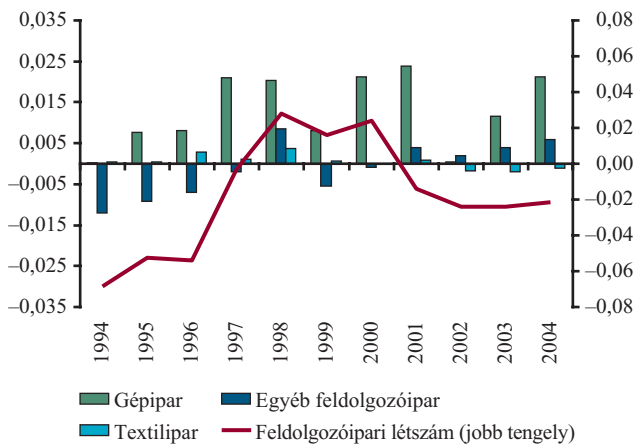
Bár az utóbbi mintegy 2 évben a bérköltség már a termelékenységgel összhangban növekedett a versenyszféra egészében (2-19. ábra), a piaci szolgáltatások és a feldolgozóipar létszámigénye meglehetősen eltérően alakult. Míg az előbbi foglalkoztatása ma is növekszik, az utóbbié ellentétes tendenciát mutat. Ennek oka lehet még mindig az átmeneti országokra különösen jellemző strukturális változás, amelyre csak ráerősít a tőke árához képest gyorsabban növekvő munkaköltség, amely miatt, korábbi előrejelzéseinkkel összhangban, a feldolgozóipar egészében foly-

⁵ Habcsek L.: *Demográfiai forgatókönyvek és a gazdasági aktivitás előrebecslése hosszú távú nyugdíjmodellezéshez*, Aktív Társadalom Alapítvány, 2005. június.

tatódott a tőke-munka helyettesítés. Ez a munkaintenzív iparágak felől a tőkeintenzívek felé való szerkezeti átrendeződéssel járt, amelynek következtében csökkent a feldolgozóipar, és stagnál a versenyszféra létszámigénye, azaz munkaerő-kereslete. Érdekes további adalékokkal szolgálhat a kérdéshez a folyamatok vállalati szintű dekompozíciója (2-17. ábra).

2-17. ábra

A létszám GDP-növekedéshez való hozzájárulása és a létszám változása a feldolgozóiparban, 1994–2004⁶

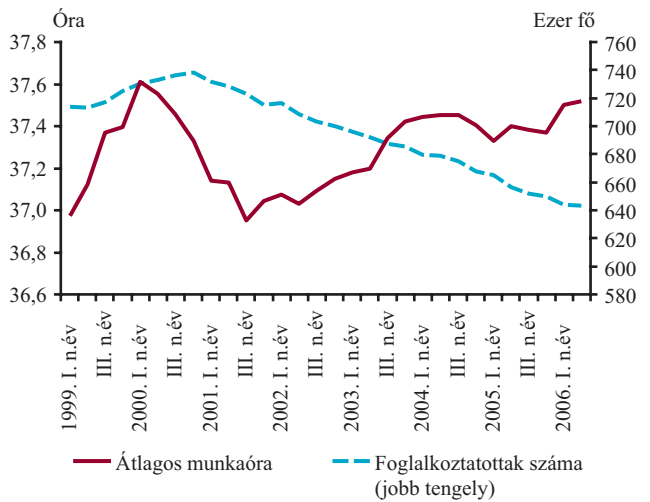


Eszerint 2002-ben csak átmenetileg esett a létszám növekedéshez való hozzájárulása, s 2003–2004-ben ismét visszaesett annak ellenére, hogy a feldolgozóipari teljes foglalkoztatottság csökkent. Valójában az történt, hogy a növekedéshez nagyobb súllyal hozzájáruló, tőkeintenzív vállalatok (pl. gépiparban, információtechnológiai és kommunikációs ágazatokban) növelték dolgozóik létszámát, míg a kisebb és csökkenő hozzáadott értékű, ám a feldolgozóipari munkaerő nagy részét foglalkoztató ágazatok (pl. textilipar) tömeges elbocsátásokra kényszerültek.⁷

Ugyancsak egyfajta szerkezeti eltolódást mutat a 2-18. ábra, amely szerint míg a ciklikusságot is mutató átlagos munkaóra az elmúlt öt évben növekedett a feldolgozóiparban, a létszám drasztikusan csökkent. Emögött két alapvető magyarázat állhat: egyrészt az, hogy az egyes alágazatokban a strukturális munkaerőhiány következtében nem tudnak további munkaerőt felvenni, másrészt pedig elképzelhető, hogy az új munkaerő felvételének költségessége miatt az extra létszámigényt a meglévő munkaerő magasabb kihasználtságával pótolják. Bár a túlórátartás szintén

2-18. ábra

Átlagos munkaóra és foglalkoztatottság a feldolgozóiparban, 1999–2006



költséges, elképzelhető, hogy még mindig olcsóbb, mint az átmeneti foglalkoztatás.

Mind a tőke-munka helyettesítés, mind pedig az állományban lévő munkaerő fokozódó kihasználása mérsékelt munkakeresletre, azaz keresleti oldalról is lazuló munkaerőpiacra utal.

Következmény: növekvő munkanélküliség

Mind kínálati, mind keresleti oldalon lazuló munkaerőpiac irányába mutató folyamatokat találtunk, azaz az aktivitás mutatja, hogy növekszik a munkakínálat, a foglalkoztatotti létszám pedig arról árulkodik, hogy stagnál a munkakereslet. Ez szükségszerűen növekvő munkanélküliséget eredményez, és releváns kérdés, hogy vajon akikkel bővül az aktivitás (pl. 55–59 éves nők), munkanélküliként vagy foglalkoztatottként jelennek meg a munkaerőpiacon.

A munkanélküliség korcsoportos felbontásából inkább az utóbbi látszik: A növekvő munkanélküliséget – az aktivitással ellentétben – a fiatal korosztályok vezérik. Legtöbben a 20–24 éves korosztályból munkanélküliek, a legnagyobb munkanélküliségi ráta pedig, magasan minden más korosztály felett, a 15–19 éveseket jellemzi (40,6%), akik – aktívak lévén – pontosan a fiatal, alacsony iskolai végzettségű egyének.⁸

⁶ Bár a szerzők próbáltak kontrollálni rá, a 2001-es adatok értékelése csak nagy körültekintéssel lehetséges a számviteli szabályozások változása miatt. (Forrás: Kátay G.–Wolf Z.: Driving Factors of Growth in Hungary – Decomposition Exercise. Kézirat, 2006.)

⁷ Kátay G.–Wolf Z.: Driving Factors of Growth in Hungary – Decomposition Exercise. Kézirat, 2006.

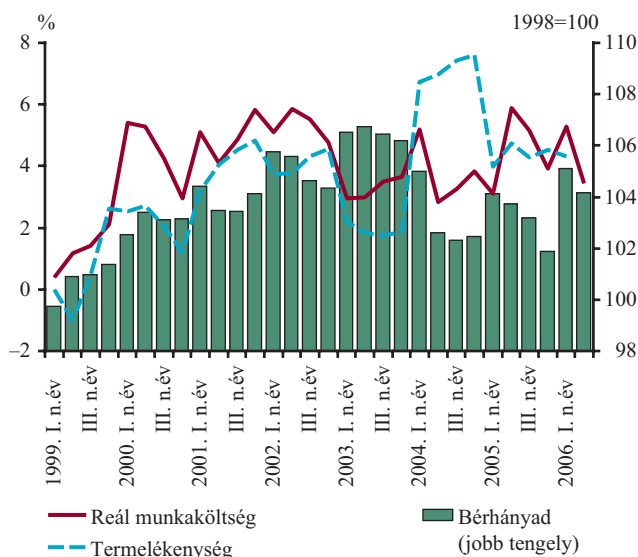
⁸ Utánuk közvetlenül a 20–24 évesek következnek, ám már az ő munkanélküliségi arányuk is alig fele a legfiatalabbakénak (18,1%).

A lazuló munkapiac ellenére felfelé kúszó bérinfláció

2004 előtt a bérek hosszú ideig a termelékenységet meghaladó ütemben növekedtek. 2004-ben ez a folyamat elsősorban a szabályozói intézkedések okozta sokkok után a visszájára fordult; valamint ugyanezt a folyamatot támogatta a nemzetközi konjunktúra élénkülése és a már említett tőke-munka helyettesítésből adódó enyhülő bérnyomás. A 2005-ös adatok viszont a folyamat lassulására utalnak, bár a bérek ekkor is összhangban növekedtek még a termelékenységgel.

2-19. ábra

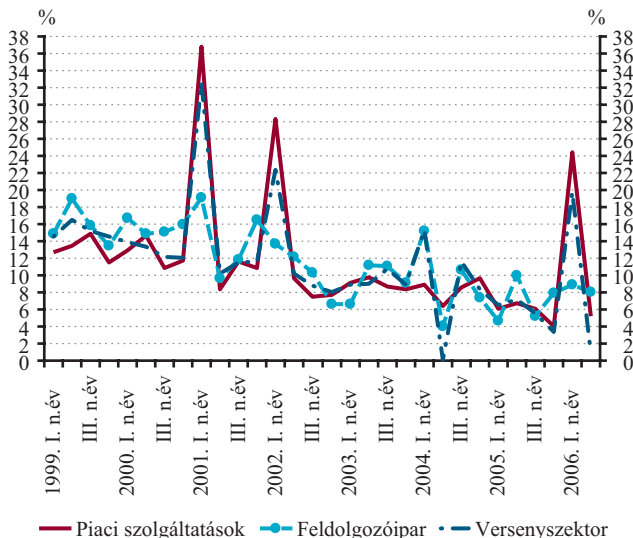
A bérhányad, a reál munkaköltség és a termelékenység alakulása a versenyszférában, 1999–2006
(évesített növekedési ütemek és szint)



Az utóbbi évek folyamán nagyjából azonos ütemben nőtt a feldolgozóipari, illetve szolgáltatási bérinfláció. 2006 első feléve ennek ellenére azt mutatja, hogy a két szektorban lezajló folyamatok meglehetősen különböznek egymástól. Emögött rejlő alapvető tényező egyrészt az, hogy a minimálbér-emelés a statisztikák alapján jobban kimutatható a piaci szolgáltatások között, mert feltételezhetően itt több a minimálbéren bejelentett dolgozó; másrészt pedig a következő bekezdésben említendő prémiumkifizetések fokozottabb mértékben érintették ezt a szektort. Ehhez járultak hozzá a két szektorban tapasztalható különböző munkakeresleti feltételek: a feldolgozóiparban sokkal magasabb a termelékenység bővülése, amely ott relatíve lazább munkapiacot eredményez, bár ismereteink szerint a termelékenység magas növekedése jelentős részben ciklikus természetű. Ezzel szemben a piaci szolgáltatások terén alacsony produktivitás mellett növekszik a létszámigény.

2-20. ábra

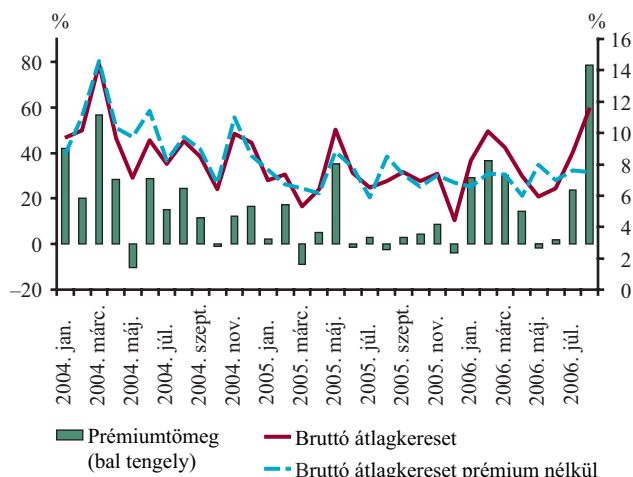
A feldolgozóipar, a piaci szolgáltatások és a teljes versenyszféra bruttó átlagkereset-növekedése
(évesített negyedéves növekedési ütem)



Jelentős és vizsgált időszakunk szempontjából szembevetődő a két szektor mindegyikében, de különböző mértékben jelen levő nagy arányú nem rendszeres (prémium) kifizetések nagysága (2-21. ábra). Az idei év elején előírt minimálbér-emelésnek – várakozásainknak megfelelően és a vártnál nagyobb negatív korrekciónak köszönhetően – nem volt elhúzó hatása a versenyszférában, a bérinflációs nyomás azonban jelen volt, s ehhez nagymértékben járult hozzá az előző évhez képest meglepően nagy tömegű prémiumkiáramlás mind a feldolgozóiparban, és még inkább a szolgáltatási ágazatok körében. Ennek oka kereshető a még tavalyi profit- és termelékenységtöbblet átcsoportosításában, illetve a július–augusztusi adatok esetében a meghirdetett

2-21. ábra

Prémiumkifizetésekkel és azok nélkül számított bruttó átlagkereset a versenyszférában
(havi adatok éves növekedési üteme, százalék)



munkáltatói és munkavállalói járulékemeléseket elkerülendő kifizetések esetleges előrehozásában. A 2.21 ábrán ugyanakkor látható, hogy az utóbbi hónapokban a rendszeres kifizetések is emelkedésnek indultak.

A lazuló munkaerőpiac önmagában a bérinfláció enyhülését vonná maga után. Azonban a legutóbbi nem vártan magas inflációs adatok ezzel ellentétes hatást fejthetnek ki. Mindezek alapján két scenáriót körvonalazunk, ezek mindegyikével konzisztens lehet az a kép is, amelyet az eddigi béradatok mutatnak, és bizonytalan, hogy a kettő közül melyik fog megvalósulni. Az első szerint az év további részében a prémiumkifizetések jelentősen mérséklődnek, és a kiugró inflációs adatokat a piaci szereplők egy-

szeri sokként értékelik, azokat várakozásaikba nem építik be. Ennek eredményeképpen az ideiglenesen megugrott bérinfláció (mind a prémiumokkal, mind pedig az azok nélkül értendő) alábbhagy, és a gazdaságban a lazuló munkaerőpiac által indukált bérinflációs enyhülés érvényesül majd. A másik forgatókönyv szerint azonban a piaci szereplők emelik inflációs várakozásaikat, de az év elején rögzített bérszerződések miatt e magasabb nominális bérpályához csupán a nem rendszeres kifizetéseken keresztül tudnak alkalmazkodni. Ebben az esetben nagyarányú prémiumkifizetések várhatók az év hátralevő részében is, a prémiumokkal növelt bérinfláció az irányadó, hiszen 2007 elejétől a magasabb inflációs várakozások már beépülhetnek a rendszeres bérszerződésekbe.

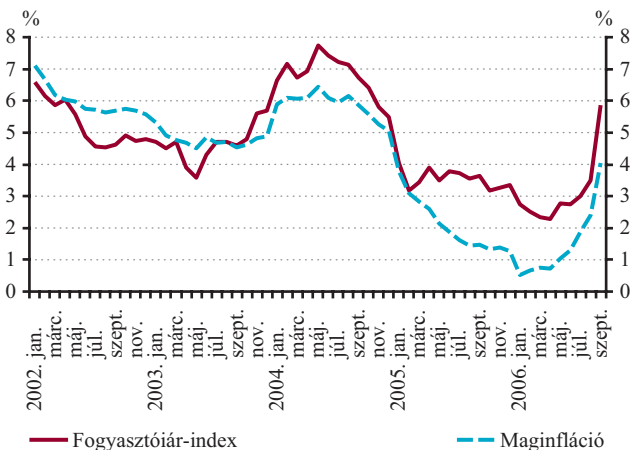
2.3. Az infláció alakulása

A fogyasztói árak változása – az augusztusi frissítés várakozásainál nagyobb mértékű – emelkedő tendenciát mutat. 2006 harmadik negyedében a fogyasztói árak éves indexe 4,1 százalék, míg a maginfláció 2,8 százalék volt, amely a megelőző negyedévhez képest rendre 1,5, illetve 1,8 százalékos növekedést jelent.⁹

A jelentős növekedés kiváltó okaként több hatás is azonosítható, így a szabályozott energiaárak nettó 15 százalékos emelése, a 15 százalékos áfakulcs 20 százalékosra való növelése, az év eleje óta bekövetkezett árfolyamgyengülés, illetve a külföldi verseny inflációmérséklő hatásának enyhülése. A felsorolt tényezők mindegyike jelentős inflációs többletet okozott a negyedév során, ám nem egyértelmű, hogy a hatások mekkora hányada lesz átmeneti, illetve tartós jellegű.¹⁰ Ebből a szempontból kulcskérdés az inflációs várakozások alakulása, ahol a felmérések szerint a várakozások historikusan magas szinten stagnálnak. Mivel azonban ezek az értékek tendenciájukban jelentősen együttmozognak a tényadatokkal, jelenleg nem állapítható meg egyértelműen, hogy a hosszabb távú inflációs folyamatról hordoznak-e érdemi információt.

2-22. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása (éves változás)



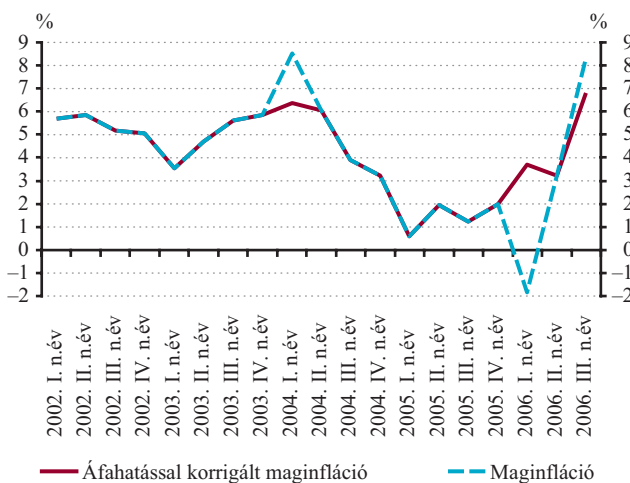
Emelkedő tendencia a maginflációban

Az infláció harmadik negyedében bekövetkezett nagymértékű megugrásának okaként elsősorban az indirekt adók

emelése jelölhető meg. Ezen belül az áfaemelés a maginflációs tételek közül a feldolgozott élelmiszerek közel egészét és a piaci szolgáltatások egyharmadát érintette. A maginfláció alapvető tendenciájának megragadásához szükséges lenne az említett intézkedések hatásának kiszűrése a tényadatokból.¹¹ Számításaink szerint a technikai hatással korrigált maginfláció évesített egyhavi indexének értéke szeptemberben 13 százalékra (minden egyedi hatást kiszűrve kb. 7-10 százalékra), míg a negyedév egészét tekintve emelkedő tendencia mellett 5 és 10 százalék közötti értékre adódott. Mindebből azonban érdemi, hosszabb távú következtetések a bevezetőben említett hatások miatt még nem vonhatók le.

2-23. ábra

A teljes és az adóhatással korrigált maginfláció* (évesített negyedéves változás)



* MNB-igazítások.

Az árfolyamgyengülés begyűrűzött az iparcikkek inflációjába

Az ipacikkek körében általános áremelkedés mutatkozott. A nem tartós ipacikkek esetében az emelkedés már csak azért is figyelemre méltó, mert az a teljes ipacikk-kör hosszabb távon is érvényesülő tendenciáival mozog együtt. Az ipacikkek árnövekedésében a 2006. márciustól kezdődő árfolyamgyengülésnek jelentős szerepe lehetett, bár kérdéses, hogy ez önmagában indokolja-e az inflációs dinamika növekedését.

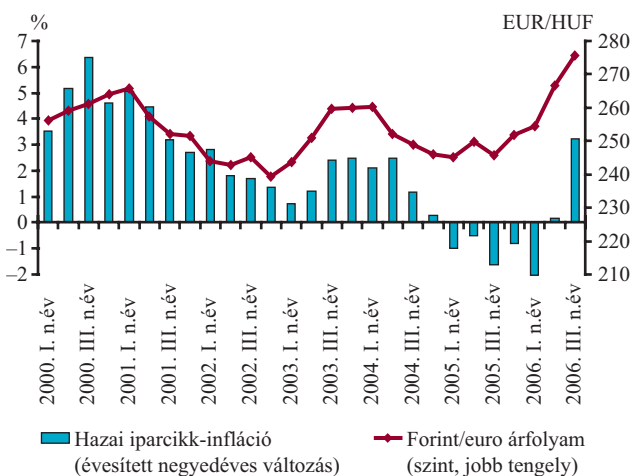
⁹ A jelentés információs halmazának lezárása után érkezett be az októberi fogyasztóiár-index adat, amely alapvetően megfelelt várakozásunknak, s így a jelentésben bemutatott elemzésnek.

¹⁰ Fentiek részletes értékelését a 2-1. sz. keretes írás tartalmazza.

¹¹ A becslési eljárás technikai részleteit a 2-1. sz. keretes írás tartalmazza.

2-24. ábra

Az iparcikkek inflációja és az árfolyam alakulása
(évesített negyedéves változás)

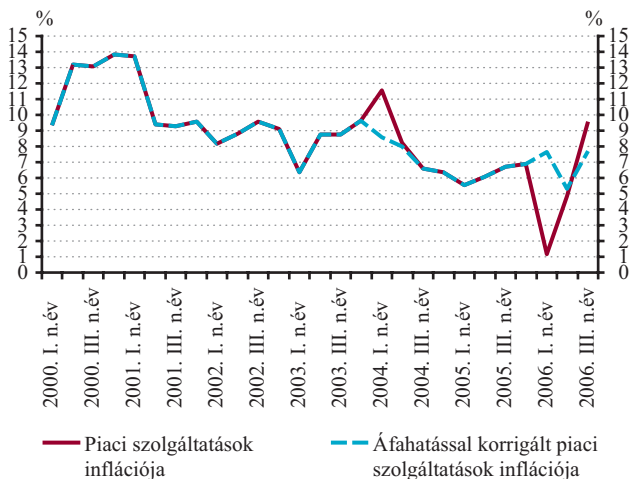


A piaci szolgáltatások inflációja is gyorsabb

A piaci szolgáltatások évesített negyedéves indexe hosszabb ideje 6-7 százalékos sávban mozgott, mely az aktuális adatok alapján úgy tűnik, emelkedő irányba mozdul el. A termékkör áralakulását alapvetően vélhetően nagyrészt a bérdinamika vezérelti, de ezenfelül számos egyéb tényező is befolyásolja, úgymint a kereslet vagy az inflációs várakozások alakulása. Az adatok tanúsága szerint sem a szolgáltató szektorban megfigyelt fajlagos bérköltség változása, sem a keresleti tényezők önmagukban nem indokolják a szolgáltatások inflációjában bekövetkezett növekedést. Így valószínűsíthető, hogy az időszakban jelentősen megemelkedő várakozások játszottak vezető szerepet a termékcsoport inflációjának gyorsulásában.

2-25. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja
(évesített negyedéves változás)

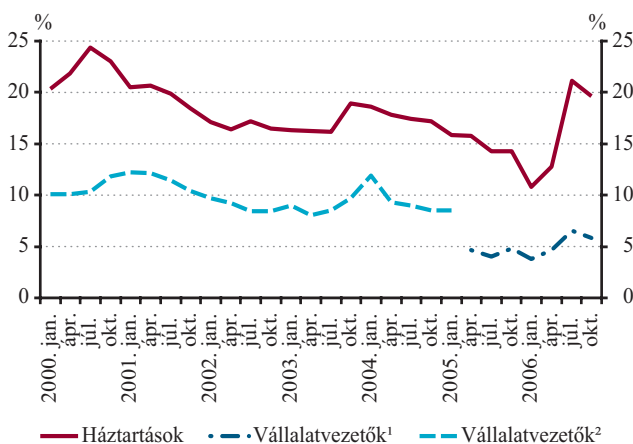


Továbbra is magasak az inflációs várakozások

Az elmúlt negyedév kiugróan magas emelkedését követően nem történt számottevő korrekció a piaci szereplők inflációs várakozásaiban. Fontos megjegyezni, hogy míg a lakossági várakozások továbbra is rendkívül magas, 20 százalék körüli szinten vannak, addig a vállalati szektor várakozásai alacsonyabb, 5-6 százalékos szinten állnak. A bérek tekintetében a vállalatvezetők által várt bérinfláció stagnálása és az érzékelt bérinfláció további emelkedése figyelhető meg. A GKI kvalitatív indexe ugyanezen folyamatokat erősíti meg.

2-26. ábra

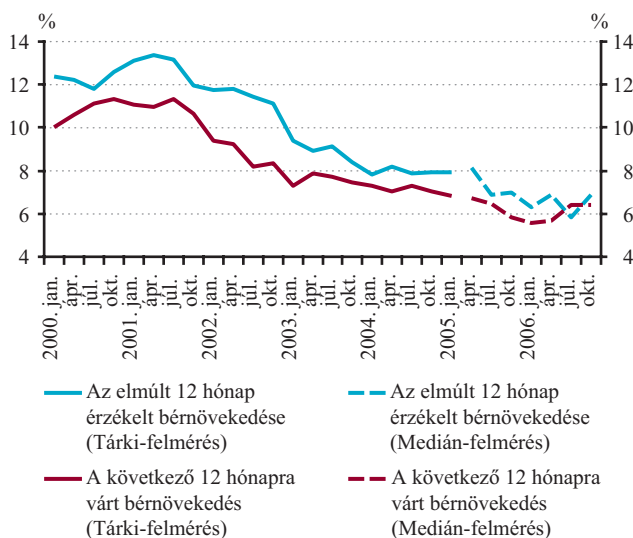
A vállalatvezetők és a háztartások inflációs várakozása
(a következő 12 hónapra vonatkozóan)
(Tárki, illetve Medián vállalati felmérés)



¹ Medián-felmérés. ² Tárki-felmérés.

2-27. ábra

A vállalatvezetők által várt és érzékelt bérinfláció
(Tárki, illetve Medián vállalati felmérés)



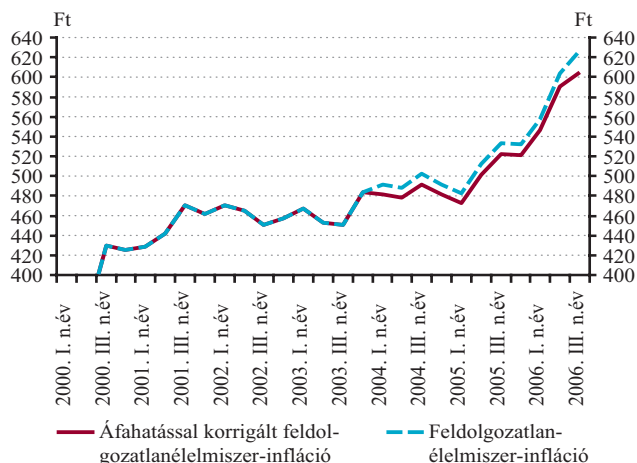
A mezőgazdasági árak tovább emelkedtek

A mezőgazdasági árakban további emelkedés következett be a harmadik negyedévben, mely mind a feldolgozott-, mind a feldolgozatlan-élelmiszer-árakba begyűrűzött. Ebben a negyedévben a teljes élelmiszercsoport ára éves szinten 10,1 százalékkal emelkedett, a feldolgozatlan élelmiszerek körében 17,7, a feldolgozottakéban 6,4 százalékos éves árnövekedést figyelhetünk meg. Az áremelkedés az összes termékkategóriában általánosnak mondható. A feldolgozott élelmiszerek esetében az Európai Unióhoz való csatlakozás során felerősödő verseny átmeneti dezinflációs hatásának gyengülése, illetve az indirektadó-emelés jelölhető meg.¹² A feldolgozatlan élelmiszerek körében elsősorban a mezőgazdasági alaptermékek áremelkedésének begyűrűzése jelölhető meg húzótegyezőként.

2-28. ábra

A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja

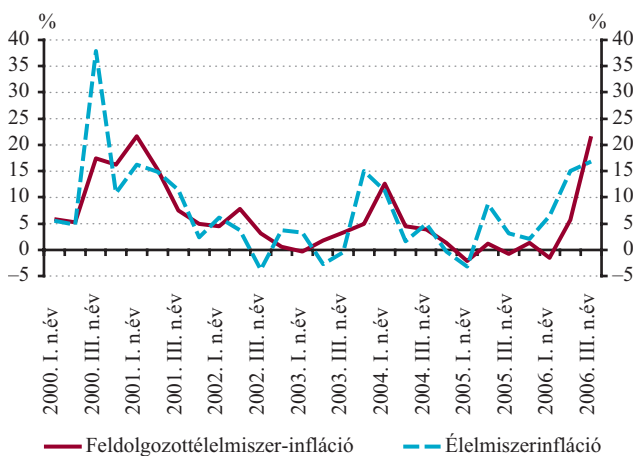
(szezónálisan igazított szint)



2-29. ábra

A feldolgozott élelmiszerek inflációja

(évesített negyedéves változás)



Vegyes hatás az energiahordozók áralakulásában

Augusztus elsejével a szabályozott energiaárak körében 15,4 százalékos hatóságiár-emelés lépett hatályba, ami a fogyasztóiár-statisztikában csak szeptemberben jelent meg. Ez az intézkedés a piaci energiaárak nagymértékű, 4,5–16,5 százalékos intervallumban megadható növekedését vonta maga után. A járműüzemanyag árváltozása a világpiacon folyamatoknak megfelelően alakult. Az időszak első kétharmadában 5 százalék körüli növekedés, majd az augusztus végi fordulót követően ugyanilyen mértékű csökkenést figyelhetünk meg. Ez a hatás önmagában is igen jelentős, a „bázishatással együtt” a szeptemberi fogyasztóiár-indexet közel 0,5 százalékkal csökkentette.

2-1. keretes írás: Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?

Az elmúlt negyedév során két, az áralakulás szempontjából meghatározó folyamatot figyelhetünk meg, amelyek nagymértékben megnehezítik az inflációs alapfolyamatok mérését. A szeptemberi indirektadó-emelés közvetlenül, míg a külföldi verseny ármérséklő hatásának gyengülése közvetve befolyásolja az árváltozás alapfolyamatát. Ahhoz, hogy magát az inflációs alaptendenciát értékelni tudjuk, előbbi esetében az egyszeri sokkhatás kiszűrése, utóbbi esetében a végbemelő folyamatok értékelése szükséges.

Az indirektadó-emelés hatása

Elemzésünk során kizárólag a maginflációs termékekre koncentráltunk. Első lépésként kivettük a vizsgált termékek köréből az alkohol és dohánytermékeket. Az áfaemelésből adódó technikai hatást az augusztusi jelentésben bemutatottak alapján 1 százalékra becsültük. A továbbiakban azzal a meglehetősen konzervatív feltételezéssel élünk, hogy az 5 százalékpontos indirektadó-emelés hatása egy hónap alatt teljes mértékben beépült a fogyasztói árakba. Emellett további hatásokat is figyelembe vettünk, amelyek az alapfolyamat mutatószámát lefele korrigálhatják. Egyrészt, az áfaemelés az általa nem érintett termékkörben is okozhat addicionális áremelkedést¹³, másrészt feltehetőleg az általa érintett termékkörben a jogszabályi változásokból ere-

¹² Lásd részletesebben a 2-1. keretes írásban.

¹³ Lásd erről részletesen: *Jelentés az infláció alakulásáról*, időközi felülvizsgálat, 2006. augusztus, 3.3 alfejezet: http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_inflacio_hu&ContentID=8816.

dónél nagyobb áremelkedést indukált. Az említett hatások a termékek közötti helyettesítési hatással, valamint a későbbre tervezett áremelések előrehozásával magyarázható. Korábbi becsléseink alapján a két hatás eredője nagyjából 0,2 százalékra tehető, ám a jelenlegi környezet ennél nagyobb mértékű előrehozást is eredményezhetett.¹⁴ Mindent egybevetve az inflációs alapfolyamatot megragadni kívánó évesített havi infláció szeptemberben 7-10 százalék körül adódott, és a negyedév során 5-10 százalék között mozgott, emelkedő tendencia mellett. A fenti elveken nyugvó elemzéseinkből az is kiténik, hogy míg a piaci szolgáltatások körében teljes lehetett a begyűrűződés, az élelmiszerek körében vélhetően nem volt teljes, de magasabb lehetett az általunk korábban várt 40 százalék körül. Kiemelendő ugyanakkor, hogy a teljes átgűrűződés feltevése nincs összhangban a 2004-es empirikus tapasztalatokkal, valamint az ezen alapuló – az augusztusi jelentésben is szereplő – várakozásainkkal, mely szerint az áfanövelést követő első hónapban az emelkedés mértékének mintegy kétharmada gyűrűződik csupán át a fogyasztói árakba. Bár a mutatók értéke meglehetősen magas, magáról az inflációs alapfolyamatról és a hosszabb távú tendenciákról csak a további hónapok adatai alapján lehet érdemi következtetéseket levonni.

Mi történt az élelmiszerpiacon az elmúlt két évben?

2006 harmadik negyedévében a feldolgozott élelmiszerek árszintjében nem várt emelkedés mutatkozott. A megfigyelés magyarázataként az uniós térség országainak élelmiszer-piaci tendenciáit vizsgálva regionális szinten is tetten érhető folyamatokat azonosíthatunk. Az új tagországok mindegyikében a csatlakozást követő jelentős mértékű árszintsökkenés az év elején markáns növekedésbe váltott. Ez a tendencia fokozottan érvényes hazánk esetében. Mind a kezdeti fokozódó verseny, mind az azt követő alkalmazkodási folyamat esetében a legszélsőséges hatás figyelhető meg. A folyamat vélhetően a piacszerkezetben és a költségekben bekövetkezett változások egymásra hatásának eredménye.

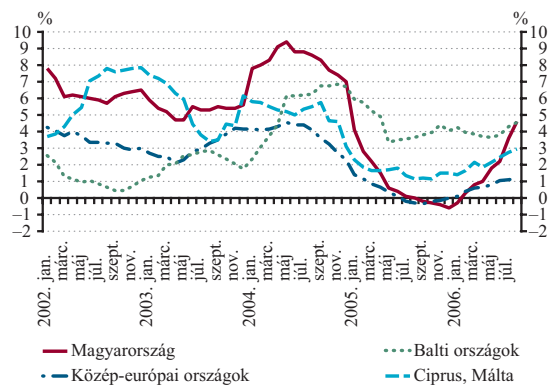
Az Európai Unióhoz való csatlakozást követően az élenkülő verseny két esatornán keresztül érezte hatását: egyrészt nőtt a piaci szereplők száma, másrészt bővült az árúválaszték. Utóbbi főként az újonnan csatlakozó országok alacsonyabb árkatóriájú termékeit foglalta magában, amely a régi szereplők számára a korábbinál kisebb mértékű áremelést tett lehetővé. Így a két hatás eredőjeként alacsonyabb fogyasztóiár-szint alakult ki. Az említett folyamat elsősorban a feldolgozott élelmiszerek árában volt tetten érhető, amelyek hosszabb ideig voltaképp stagnáltak. Az elmúlt fél év tényadatai alapján azonban megerősödni látszik az a regionális szinten is megfigyelhető jelenség, amely

szerint a felerősödő verseny átmeneti dezinflációs hatása fokozatosan gyengül. Az időszak második felében nagyobb mértékben megnövekvő nyersanyagköltségek (úgy mint a feldolgozatlanélelmiszer-ár, olajár, illetve az árfolyam begyűrűződő hatása) változatlan fogyasztói ár mellett vélhetően a profitrés csökkenését vonták maguk után. A megfigyelhető növekvő tendenciájú tényadatok alapján valószínűnek tűnik, hogy a vállalatok immáron nem hajlandók profitrésük csökkentésével (illetve nem tudják hatékonyságjavulással) a költségoldalról szükségessé váló áremelkedési nyomást ellentételezni.

A lényegi kérdés a továbbiak során, hogy vajon az élelmiszerek inflációjának illetően mértékű emelkedése csupán átmeneti, vagy sokkal inkább hosszabb távon is érvényesülő, tartós folyamat. A felmerülő magyarázatok alapján a következő lehetőségek adódnak. Amennyiben a bekövetkezett gyors korrekció oka a megváltozott piaci szerkezet, mely most már lehetővé teszi az árszint – és ezzel együtt a profitrés – nagyobb mértékű emelését, a folyamat egyértelműen magasabb hosszú távú infláció kialakulását vetíti előre. Az is elképzelhető azonban, hogy a költségvetőzők az általunk feltételezettnél dinamikusabban gyűrűződtek be a fogyasztói árakba, ebben az esetben a költségnövekedés által magyarázható korrekcióról van szó, amely hosszú távon sem az infláció, sem a profitrés dinamikáját nem befolyásolja. Amennyiben viszont a megemelkedett inflációs várakozások vezettek a nagyobb mértékű áremeléshez, nem tudjuk egyértelműen meghatározni a változások irányát. Nem kizárt ugyanis, hogy a várakozások ilyen mértékű emelkedése csak átmeneti, és a későbbiekben visszatérnek a korábbi alacsonyabb szintre. Ennek eldöntésére, hogy az említett magyarázatok közül ténylegesen melyikről lehet szó, a következő hónapok adatai szolgálnak alapul.

2-30. ábra

A feldolgozottélelmiszer-árak alakulása (éves változás)



¹⁴ Az időszak során bekövetkezett sokkok mindegyike az árnövekedés irányába hatott, így feltételezhető, hogy ezek együttes hatására a piaci szereplők nagyobb mértékben emelték áraikat, mint ahogy az 2004-ben megfigyelhető volt.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





Novemberi előrejelzésünk szerint a következő két évben a gazdasági növekedés jelentős lassulása és jövő év közepétől az infláció csökkenése várható.¹⁵ A gazdaság pályáját a kormányzati intézkedések és az árfolyam költségnövelő, illetve a kormányzat jövedelemcsökkentő, keresletszűkítő hatásai dominálják. Rövid távon meghatározó a költségnövelő intézkedések (adó- és járulékemelések) és az év eleje óta bekövetkezett árfolyamgyengülés miatt emelkedő infláció, majd fokozatosan erősödni fognak a keresleti hatások: lassulni kezd a gazdaság, ami az előrejelzési horizontunk második felében már deflációs hatást fejt ki, de csak részben tudja ellensúlyozni a költségsokkok okozta inflációs nyomást. Egyes termékipiacokon addicionális inflációs tényezőként jelentkezhet az EU-csatlakozás utáni árupiaci verseny árleszorító hatásának kifizése.

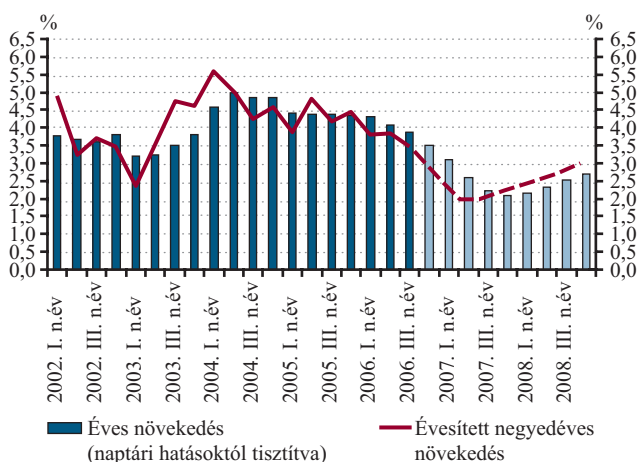
Az alappálya szerint 2007 második negyedévéig tovább emelkedik az infláció, majd fokozatosan csökkenni kezd, de a teljes előrejelzési horizonton a középtávú cél feletti infláció prognosztizálható. Az előrejelzés alappályája körüli, lényegében szimmetrikus kockázati eloszlás tükrözi az inflációs várakozásokból fakadó – az utóbbi hónapokban feltehetőleg emelkedő – bizonytalanságot is, mivel az alapelőrejelzésben az inflációs várakozások horgonyozottságát tételezzük fel.

Potenciálistól jelentősen elmaradó növekedés várható 2007–2008-ban

A konjunktúrakilátások – az augusztusi képünkkel összehangban – azt mutatják, hogy az elmúlt éveket jellemző stabil, 4-5 százalékos körüli gazdasági növekedés után hatá-

3-1. ábra

A bruttó hazai termék éves és negyedéves növekedési üteme



rozott lassulás várható. A következő két évben a magyar gazdaság növekedési üteme lényegesen el fog maradni a potenciálistól: több mint egy évtizedet követően ismét tartósan negatív lesz a kibocsátási rés. Előrejelzésünk szerint 2007-ben és 2008-ban 2,5 százalékos körüli gazdasági növekedés várható, míg az idei évben összességében – az első félév erős dinamikájának köszönhetően – még a potenciálhoz közel lehet a növekedési ütem. Számításaink szerint a lassulás már idén, a második félévben megkezdődik, és a konjunktúraciklus alsó fordulópontja a jövő év közepére várható. Határozott élénkülésre azonban 2008-ban sem számítunk, így hosszabb távon is fennmarad a negatív kibocsátási rés.

A külső konjunktúra fokozatosan lassulhat

Az elmúlt években a magyar gazdaság bővülésének meghatározó forrása volt a historikusan is élénk európai konjunktúra. Az európai növekedésben jelentős szerepet játszanak a beruházások, ami az ipari termelés és az export erőteljes bővülésén keresztül hatott kedvezően a magyar gazdaságra.

Az idei dinamikus bővülést követően 2007-től az európai növekedés lassulására lehet számítani, a hosszabb távú kilátások, előrejelzések az elmúlt hónapokban jobbra kedvezőtlen irányba változtak. Az euroövezet, és ezen belül különösen Németország, konjunktúráját kettősség jellemzi: a legfrissebb konjunktúraindikátorok (IFO- és EABCI-mutatók) arra utalnak, hogy jelenleg igen magas az üzleti bizalom, fél éves horizonton azonban a várakozások szerint a konjunktúra számottevő gyengülése várható.

Előretekintve a külső konjunktúra változásával párhuzamosan az exportnövekedés lassulását várjuk a 2006-ban még kiugró ütemet követően. A visszafogott belföldi felhasználásnövekedés és az export lassulása az importdinamikát is jelentősen mérsékli.

Lassuló beruházások

Az elmúlt negyedévek vállalati beruházás- és kapacitáskihasználtság-adatai arra utalnak, hogy a hazai vállalati szektor kevésbé tekintette tartósnak az erős európai konjunktúrát, a historikusan magas kapacitáskihasználtság ellenére is mérsékelt maradt a beruházási aktivitás. Ezzel összhangban a külső konjunktúra lassulásának hatása is csak tompítottan fog tükröződni a bruttó állóeszköz felhal-

¹⁵ Előrejelzésünk a november 8-án nap végéig beérkezett információk alapján készült.

mozásában: a vállalati szektor beruházásainak dinamikája kismértékben csökken, de várakozásunk szerint a növekedési üteme 4 százalék körül stabilizálódhat a következő két évben. A szerényebb beruházási dinamika irányába hatnak az adóterhek növekedése miatt romló profitkilátások is.

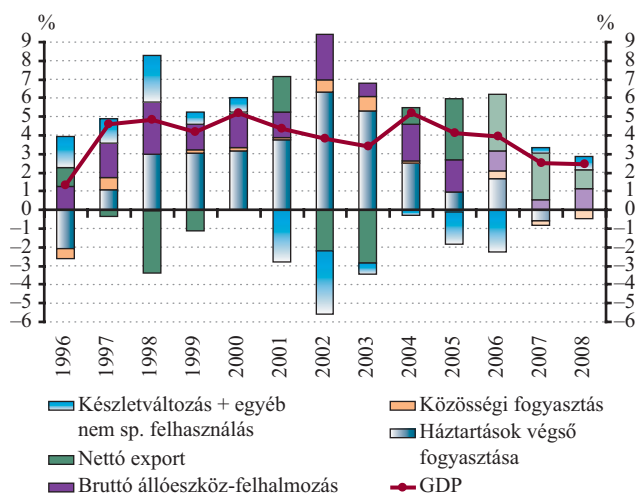
Az építőipari termelés 2006 II. negyedévi jelentős visszaesése jól mutatja, hogy a háztartások, illetve az állam beruházásaiban igen jelentős lassulás várható. A háztartási szektor jövedelemcsökkenésének hatására azzal számolunk, hogy a lakossági beruházások idén és a következő két évben is vissza fognak esni, és ezen belül jövőre várható a legnagyobb csökkenés. A kedvezőtlen kilátásokat alátámasztja az új építési engedélyek és átadott lakások számának idén megfigyelhető csökkenése. Összességében a lakásberuházások volumene 2008-ban mintegy 20 százalékkal lehet alacsonyabb, mint a csúcspontot jelentő 2004-es évben.

Az állami beruházások esetében várható a legnagyobb lassulás a 2005-ben még igen erős növekedés után, ezt rövid távon tovább erősítheti az eredetileg idénre tervezett autópálya-szakaszok átadásának csúszása is. Mindazonáltal előrejelzésünk szerint 2008-tól az új uniós költségvetés növekvő forrásai az állami szektorban már ismét a dinamika élénkülését fogják okozni.

A három szektor – igen eltérő – viselkedésének eredőjeként jövőre a gazdasági növekedéstől elmaradó beruházási dinamika várható, míg 2008-ban a GDP-nél gyorsabb ütemben nőhetnek a beruházások.

3-2. ábra

GDP-növekedés és az egyes tényezők hozzájárulása



* A 2000 előtti évek adatai a korábbi FISIM elszámlolás szerint.

¹⁶ Bővebben lásd az augusztusi jelentés 2-1-es keretes írását.

Jelentős jövedelemcsökkenés és visszaeső fogyasztás

A háztartási szektor viselkedésének előrejelzésekor a reáljövedelem csökkenése jelenti a kiindulópontot. A rendelkezésre álló jövedelem rövid távon várt csökkenését több tényező okozza. Egyrészt a kormányzati intézkedések, az adó- és járulékemelések, másrészt a bruttó reálbérek és a háztartások egyéb jövedelmei is csökkenni fognak; míg a pénzbeni transferek reálértéke változatlan marad. A jogszabályváltozások hatásaként jövőre 2006 első félévéhez képest a bruttó béreknél mintegy 3 százalékkal alacsonyabb nettó bérváltozásra számolunk. A bruttó reálbérek esetében az elmúlt évek stabil növekedését követően 2007-ben – a nemzetgazdaság átlagában – két százalék körüli visszaesés várható. Összességében a rendelkezésre álló jövedelem, számításaink szerint, közel 4 százalékkal csökkenhet jövőre. 2008-ban azonban már a háztartások jövedelmének enyhe növekedésére számolunk, az adóterhek hatásának elmúlásával, illetve a lassuló infláció miatt. Az augusztusi jelentésben már részletesen foglalkoztunk a háztartások várható fogyasztási viselkedésével, bemutattuk a főbb közgazdasági megfontolásokat.¹⁶ Jövedelemcsökkenés időszakában a fogyasztás pályáját, a fogyasztás simításának mértékét elsősorban a jövedelemkilátások változásának tartóssága, a likviditási korlátok, valamint a bizonytalanságból fakadó óvatossági motívumok határozzák meg. E tényezőket figyelembe véve nem változott érdemben a fogyasztás várt simításáról kialakított képünk az elmúlt hónapokban. Előrejelzésünkben továbbra is azzal számolunk, hogy a háztartások fogyasztása jövőre a jövedelemcsökkenésnél kisebb mértékben eshet vissza, 2008-ban pedig – az ismét növekedésnek induló jövedelmek mellett – stagnálni fog. Azaz a lakosság a megtakarítások csökkentésével és további eladósodással próbálja meg átmenetileg tompítani a reáljövedelem csökkenésének hatását.

Az alappályában bemutatottnál nagyobb mértékű fogyasztásimítást indokol, ha az elmúlt évek tartós jövedelemnövekedését követően a háztartások csak átmenetinek tekintik a rendelkezésre álló jövedelem jövőre várható csökkenését. További érv lehet a likviditási korlátok oldódása, a pénzügyi szektor által kínált hitelkonstrukciók körének elmúlt években tapasztalt gyors bővülése, a hiteligénylések egyszerűsödése.

A kisebb simítás irányába mutat azonban, hogy az alacsony pénzügyi megtakarítási ráta felerősíti az óvatossági motívumokat. A kisebb simítást támasztja alá az is, hogy nemzetközi összehasonlításban már jelenleg is magas a fogyasztás/jövedelem arány.

3-3. ábra

Fogyasztás/jövedelem ráta alappályá



A kétirányú kockázatok alapján meg kell jegyezni, hogy a reálgazdasági kilátásokban az egyik legnagyobb bizonytalanságot továbbra is a fogyasztás simításának mértéke jelent. Figyelembe véve a fogyasztás meghatározó súlyát a GDP-ben, a fogyasztás alappályától eltérő alakulása a gazdasági növekedésre is érdemi hatással lehet.

Növekvő kockázatok a béralakulásban

Bérprognózisunk kiindulópontja, hogy az államháztartásban és a versenyszektorban eltérő bérdinamika valósul meg a következő két évben. Míg az állami bérek esetében minimális növekedést tételeztünk fel a kormányzati tervekben szereplő kétéves bértömeg-befagyasztás alapján, a versenyszektorban a munkapiaci és a reálgazdasági folyamatokból indultunk ki.

A munkakereslet és -kínálat várt alakulása alátámasztja a jelenleg megfigyelt laza munkapiaci feltételek fennmaradását. Az aktivitási ráta, a munkakínálat növekedéséhez demográfiai okok, illetve a nyugdíjszabályok szigorítása egyaránt hozzájárul. A munkakereslet bővülése azonban – a lassabb gazdasági növekedéssel, az adóterhek emelkedésével összhangban – csak igen korlátozott lehet a következő két évben.

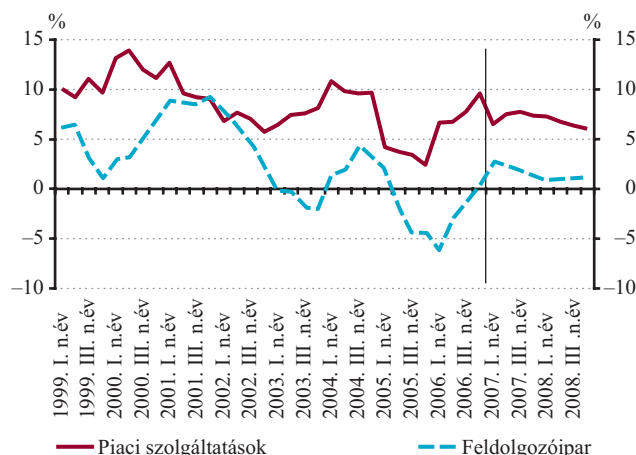
A tartósan laza munkapiac ellenére a friss adatok fényében emelkedett a következő két évre várt nominális bérpálya a versenyszektorban. Korábbi várakozásainkkal ellentétben – amint azt a 2. fejezetben részletesen ismertettük – az utolsó hónapokban nem csökkent a bérdinamika. A magas augusztusi béradatok előretekintő értékelésekor azonban figyelembe kell venni a hirtelen megnőtt prémiumok hatását, amely vélhetően az adó- és járulékemelések miatt előrehozott kifizetéseket is tükrözi. A munkaadói járulékkerhek növekedése is hozzájárul a munkaköltségek emelkedéséhez, így 2007-ben az átlagbér növekedési ütemének várt enyhe csökkenése ellenére a versenyszektorban a munkaköltség dinamikája változatlan maradhat.

A magasabb bérekkel jellemezhető aggregált kép mögött eltérő szektorális folyamatok állnak. A feldolgozóiparban a magasabb nominális bérek nem jelentenek inflációs nyomást. A termelékenység erőteljes növekedése miatt a fajlagos munkaköltségek az idén csökkennek, és ezt követően is csak szerény mértékben növekedhetnek 2008-ig. A következő két évben a termelékenység emelkedéséhez a dinamikus növekvő hozzáadott érték és a szektorban foglalkoztatottak számának folyamatos, enyhe csökkenése egyaránt hozzájárul. A piaci szolgáltatások esetében azonban eltérő a kép: a fajlagos munkaköltségek számításaink szerint tartósan magas ütemben fognak növekedni, és inflációs nyomáshoz vezetnek. Ennek elsődleges oka, hogy a szektor korábbi várakozásainknál is alacsonyabb hozzáadottérték-növekedése ellenére sem a bérekben, sem a létszámban nem várható – a munkapiaci merevségek miatt – érdemi alkalmazkodás.

3-4. ábra

Fajlagos munkaköltség a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltató szektorban

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



A bérpálya előrejelzésekor figyelembe kell továbbá venni a nominális bérvárakozások szerepét is. E szempont különösen fontos lehet jelenleg, az egyszeri ársokkok okozta jelentős árszintemelkedés időszakában. Az alappályában továbbra is azzal számolunk, hogy az elmúlt évek gyakorlatának megfelelően a munkapiaci szereplők „átnéznek” az indirektadó-emelés okozta egyszeri inflációs sokkon, de 2008-ban – a visszatekintő bérezés súlya miatt – az infláció csökkenésénél csak kisebb mértékben alkalmazkodnak a nominális bérek.

Az elmúlt hónapokban megfigyelt bérdinamika és inflációs folyamatok mindazonáltal a jövő évi béralakulással kapcsolatos kockázatok emelkedésére utalnak. A várakozások megváltozásából fakadó – a magasabb nominálisbérek irányába mutató – kockázatok előrejelzésünkben nem az alappályában okoznak változást, hanem inflációs bizonytalanságként jelennek meg.

3-1. táblázat

Nemzetgazdasági bérelőrejelzés

	2005	2006	2007	2008
Versenyszféra				
Átlagbér	6,9	8,3	7,3	7,0
Fajlagos munkaköltség	2,2	5,3	5,6	4,7
Államháztartás*				
Átlagbér	12,8	5,4	1,5	0,4
Nemzetgazdaság*				
Átlagbér	8,9	7,2	5,3	4,7

*Pénzforgalmi szemléletben.

Összességében az alappályában azzal számolunk, hogy 2007–2008-ban a versenyszférában a bérdinamika enyhe csökkenése várható, de e folyamat a korábbi várakozásainknál némileg magasabb, 8 százalékot meghaladó szintről kezdődik meg. Ezzel párhuzamosan értékelésünk szerint növekedtek a bérvárakozásokból fakadó felfelé irányuló kockázatok, ami az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságban tükröződik.

Nyolc százalék feletti csúcsról fokozatosan csökkenő infláció

A 2008-ig tartó időszakban a várható reálgazdasági folyamatok mellett a kormányzati intézkedések hatása is jelentős befolyást gyakorol az inflációs pályára. Rövid távon az infláció további gyors emelkedése várható, majd 2007 második negyedétől fokozatos lassulás kezdődhet meg, de még az előrejelzési időszakunk végén is 4 százalék körüli értéket mutat az alappálya. Az éves átlagos infláció 2007-ben 7, 2008-ban 4 százalék körül lehet. Ezzel egyidejűleg a maginfláció 2007 közepétől az előrejelzési horizont végéig folyamatosan csökkenő tendenciát mutat, s a mutató értéke 2008 második felében 4 százalék alá mérséklődik. A fogyasztóiár-index és a maginfláció lefutásának eltérését a szabályozott árakra vonatkozó feltevésünk okozza.

A szeptemberi árindexben már megjelent a kormányzati intézkedések egy részének – az indirektadó (kedvezményes áfakulcs, jövedéki adó) és a szabályozott energiaárak emelésének – hatása. Az előrejelzés kiindulópontjaként fontos rögzíteni, hogy az infláció harmadik negyedévi emelkedése meghaladta az egyszeri tételek alapján vártat. A magasabb tényinfláció – elsősorban az előrejelzési horizont rövidebb szakaszán – a várt inflációs pályát is kedvezőtlenül befolyásolja, ugyanakkor az alappályában a hosszú távú várakozások rögzítettek, így önmagában a magasabb induló árszint nem jelent tartós inflációs nyomást.

A kedvezőtlen kiinduló helyzeten túl a fajlagos munkaköltségek alakulása is magasabb inflációs pályát indokol, ez különösen a szolgáltató szektor árait érintheti. Az inflációs kilátások szempontjából határozottan kedvező irányba változtak azonban az elmúlt hónapokban az előrejelzésünkhöz használt alapfeltevések.

Az infláció további jelentős emelkedésére számítunk a következő két negyedévben, az inflációs csúcs – jövő tavasszal – meghaladhatja a 8,5 százalékot. 2007 első negyedévében mintegy 6 százalékponttal lehet magasabb az éves infláció, mint 2006 azonos időszakában. 2007 második negyedétől pedig fokozatos csökkenés vár-

3-2. táblázat

Inflációs előrejelzésünk alappályája

	2006 I. n.év	2006 II. n.év	2006 III. n.év	2006 IV. n.év	2007 I. n.év	2007 II. n.év	2007 III. n.év	2007 IV. n.év	2008 I. n.év	2008 II. n.év	2008 III. n.év	2008 IV. n.év
Maginfláció	0,6	1,1	2,9	5,0	6,8	7,1	6,1	4,5	4,4	4,1	3,8	3,6
Fogyasztóiár-index	2,5	2,6	4,1	6,3	8,4	8,2	6,5	4,7	4,3	4,2	4,1	4,0
Éves átlagos maginfláció	2,4				6,1				4,0			
Éves átlagos árindex	3,9				6,9				4,1			

3-1. keretes írás: Feltevéseink

A hosszabb ideje követett gyakorlatunknak megfelelően feltételek makrogazdasági előrejelzést készítettünk. Ennek megfelelően a következő változók esetében használtunk fix pályát: forint/euro és dollár/euro árfolyamok, MNB alapkamat és hosszú hozam; ezen túl a határidős Brent olajpályát használtuk számításainkhoz. A költségvetési hiány számításához a piaci hozamgörbe alapján adódó kamatkidadásokat használtuk fel. A kormányzati intézkedések esetén a költségvetésitörvény-javaslat első változatát, illetve a hivatalos kormányzati bejelentéseket vettük alapul.

A szabályozott árakkal kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy azon tételek esetében (pl. gázár, távhődíj és távolsági közlekedés), amelyekben még nem született kormányzati döntés, nem változtatunk az áremelések mértékére, időzítésére vonatkozó korábbi feltételezéseinken.

Az előző negyedévi jelentésünkhöz képest néhány kulcsváltozó értéke jelentős mértékben változott, az alapfeltevések változása – főként az olajárak esik és az árfolyam közel 4 százalékos erősödése – határozottan alacsonyabb infláció irányába mutatnak.

E kedvező hatások azonban a két évet meghaladó előrejelzési horizonton nem egyenletesen érvényesülnek. Az árfolyam erősödése 2007-ben és 2008-ban lesz releváns dezinflációs tényező, míg az olajár esik az ideai és kisebb részben a jövő évi inflációt mérsékli. A spot olajár esik megváltoztatta a határidős olajár pálya alakját, meredekségét is, ez – technikai hatásként – 2008-ban még enyhén növeli is az inflációt.

Az alapfeltevések hatásán túl a szabályozott árak várható alakulása kismértékben szintén az alacsonyabb infláció felé mutat: a 2007-től hatályos távközlési jogszabályváltozások, valamint a gyógyszerár-támogatás átalakítása összességében mintegy 0,3 százalékponttal csökkentheti a 2007-es inflációt a korábbi előrejelzésünkhöz képest.

3-3. táblázat

Főbb feltevéseink változása augusztushoz képest*

	2006. augusztus			Aktuális		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Jegybanksi alapkamat (%)**	6,75	6,75	6,75	8,0	8,0	8,0
Forint/euro árfolyam	269	277,6	277,6	265,9	267,3	267,3
Dollár/euro árfolyam (cent)	124,9	126,9	126,9	124,9	126,2	126,2
Brent olajár (dollár/hordó)	70,3	76,3	74,6	65,1	64,8	67,2
Brent olajár (forint/hordó)	15 144	16 696	16 329	13 860	13 722	14 228

* Éves átlagok, a 2006. októberi átlagos árfolyam, illetve a határidős olajpályája alapján.

** Év végi értékek.

ható: 2008 elejére 4 százalék közelébe csökkenhet az infláció, és ezt követően az éves index tartósan e szint közelében maradhat. Ezzel egyidejűleg a maginfláció 2008 folyamán is fokozatos csökkenést mutat, s az év végére a rövidbázisú index 3 százalék közelébe kerülhet. A teljes árindex és a maginfláció közötti különbséget a szabályozott árakra vonatkozó feltevésünk okozza.

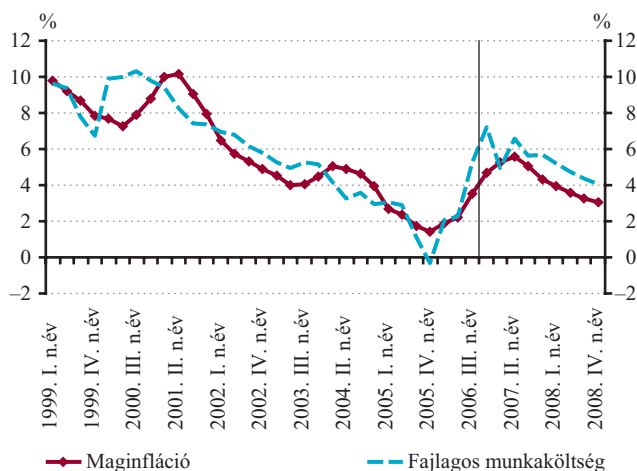
A hosszabb távú inflációs folyamatokról alkotott képünkre egyre kisebb hatást gyakorolnak a kormányzati intézkedések, és növekszik a piaci mechanizmusokból fakadó közgazdasági összefüggések szerepe. Ezek közül is meghatározó a fajlagos bérköltség és a maginfláció közötti kapcsolat. A 3-5. ábra jól illusztrálja, hogy – a volatilis tételek-

től és az indirektadó-változások árszínhatásaitól megtisztított – tartós inflációs folyamat együtt mozog a versenyszféra fajlagos bérköltségének alakulásával. E szoros kapcsolat is megerősíti, hogy a meredek emelkedést követően a trendinfláció határozott, folyamatos csökkenése várható 2007 közepétől egészen az előrejelzési időszak végéig. Érdemes megjegyezni, hogy előrejelzésünk teljes horizontján magasabb a trendinflációnál a fajlagos bérköltség, az így adódó vállalati profitcsökkenés a gyengébb belföldi kereslettel áll összhangban.

A gazdaság lassulásának, a kereslet csökkenésének dezinflációs hatását az előző negyedévhez hasonlóan ítéljük meg. E hosszabb távon jelentkező hatások esetében azzal

3-5. ábra

Trendinfláció* és fajlagos munkaköltség



*Indirektadó-változásoktól szűrt maginfláció.

számolunk, hogy a fogyasztássimítás, illetve a 2007–2008-ra várt negatív kibocsátási rés a 2008-as inflációra gyakorolhat nagyobb hatást.

Szimmetrikus inflációs és növekedési kockázatok

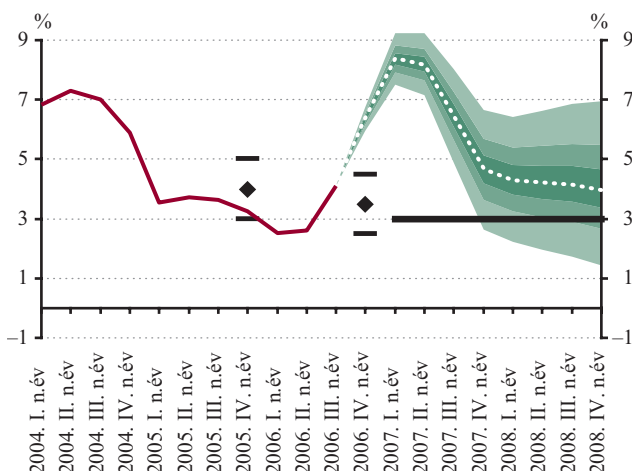
Az eddigiekben bemutatott alappálya körül öt olyan bizonytalansági tényező hatását számszerűsítettük, mely az inflációt, illetve a növekedést 2007–2008-ban befolyásolhatja. Így az inflációs várakozások, a fogyasztás simításának, az aggregált kereslet dezinflációs hatásának, a kormányzati intézkedések megvalósításának, illetve ezen belül külön a gázáremelések mértékének, időzítésének bizonytalanságából fakadó hatásokat vizsgáltuk.

A szokásos bizonytalansági tényezők közül jelenleg kiemelkedik az inflációs várakozások és ezek bérmegállapodásokra, árazási döntésekre gyakorolt hatásának jelentősége. Az elmúlt hónapok makrogazdasági adatai alapján megnövekedett annak a valószínűsége, hogy – a nagymértékű egyszeri áremelkedésekhez kapcsolódóan – megemelkedtek az inflációs várakozások, és ennek következtében tartósan eltérhet a gazdaság nominális pályája az eddig bemutatottól. Korábbi feltételezéseinkkel szemben a várakozásokból fakadó kockázatok már rövidebb távon is jelentkezhetnek, így a 2007-es inflációs pályát is érdemben befolyásolhatják. Ahogy korábban említettük, a modellezési, előrejelzési gyakorlatunknak megfelelően e kockázatok nem az alappályában, hanem a kockázati eloszlásban tükröződnek.

Összességében úgy ítéljük meg, hogy a várakozások esetleges megemelkedése és „beragadása” jelenti a következő két évben a legnagyobb felfelé irányuló inflációs

3-6. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

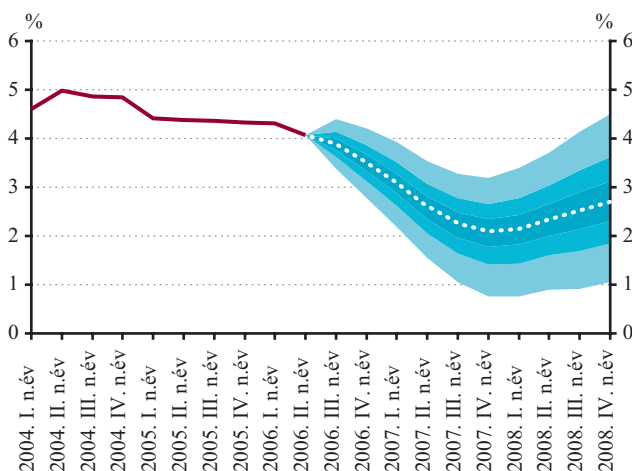


* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módszert) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. Az év végi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

kockázatot. Elsősorban 2008-ban jelentkezik további inflációs tényezőként a még jogszabályba nem foglalt fiskális intézkedések – elsősorban a két évre tervezett bérbefagyasztás – megvalósíthatósági kockázata. Az alappályában bemutatottnál alacsonyabb infláció irányába mutat azonban mindkét évben, ha erősebbnek bizonyul a negatív kibocsátási rés inflációméréselő hatása. Szintén az alacsonyabb infláció irányába mutat, ha kisebb lesz a fogyasztássimítás mértéke, vagyis az általunk feltétele-

3-7. ábra

A GDP-növekedés legyezőábrája*



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt GDP alap-előrejelzést (mint módszert) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le.

zettnél nagyobb mértékben esik vissza a háztartások fogyasztása, illetve a gázárak és a távhőszolgáltatás díja a feltételezettnél csak kisebb mértékben emelkedik, később éri el a világpiaci árat.

Mindezek alapján 2007–2008-ra az inflációs alap-előrejelzés körül közel szimmetrikus inflációs kockázatokat látunk. Ennek megfelelően az inflációs célnál magasabb alappályát is figyelembe véve – alapfeltevéseink megvaló-

sulása esetén – 2008-ban továbbra is jelentősek az árstabilitást meghaladó infláció irányába mutató kockázatok.

A GDP előrejelzése körül a jövő évre enyhén lefelé mutató kockázatokat látunk, elsősorban az alacsonyabb fogyasztás miatt. 2008-ban lényegében szimmetrikusak a kockázatok, ekkor az alacsonyabb fogyasztás hatását az esetleg fellazuló fiskális intézkedések (magasabb állami béremlés) ellensúlyozhatják.

4. Háttérinformációk és egyensúly





4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz

Az augusztusi inflációs jelentéssel összevetve az éves fogyasztóiár-indexet, kismértékben magasabbnak várjuk idén, míg jövőre és 2008-ra némileg mérsékeltébb ütemet prognosztizálunk. Ennek megfelelően az éves átlagos inflációra adott előrejelzésünket 2006-ban 0,1 százalékponttal emeljük, 2007-ben, illetve 2008-ban pedig 0,1 százalékponttal csökkentjük.

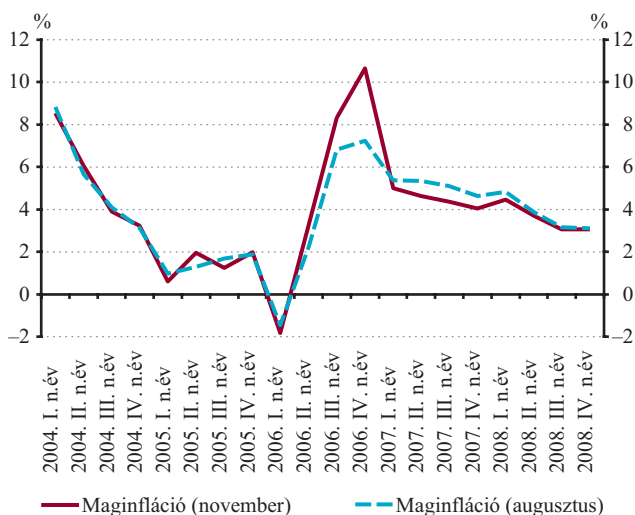
Az inflációs folyamatokról alkotott képünk – a lényeges nagyságrendeket tekintve – nem változott, így az inflációs kilátások mérsékelt romlásához a kedvezőtlenebb friss tényadatokkal egyidejűleg a prognózisunkban alkalmazott egyes feltevéseknek a javulása vezetett. Ez a kettőség a teljes előrejelzési horizontunkon érvényesül: annak elején a vártnál gyorsabban emelkedő infláció, illetve a rövid távon alacsonyabb olajárpálya a meghatározó, míg középtávon költségoldali inflációs nyomás és a korábbinál erősebb forintárfolyam fejt ki egymással ellentétes hatást.

A 2006 elejét jellemző alacsony inflációs környezet a nyáron véget ért, amelyet a július hónaptól kezdődően fokozatosan gyorsuló maginflációs adatok is alátámasztanak. Jóllehet a szeptemberi adatban a forgalmiadó-változás hatásának megítélése egyelőre bizonytalan, a vártnál lényegesen magasabb trendinfláció rövid távon mindenképpen magasabb inflációs környezetre utal, s elképzelhető, hogy az utóbbi hónapok vártnál magasabb tényadatai az inflációs várakozásokkal kapcsolatos problémát tükrözik. A maginfláció emelkedésében ugyanakkor szerepet játszhatott, hogy a forgalmiadó-változások lehetőséget adhattak a kereskedőknek mind az elmúlt időszakban feltételezhetően erősödő költségoldali nyomás érvényesítésére, mind a későbbre tervezett ár-emelések előrehozására.

Hasonlóan az inflációs adatokhoz, a júliusi és augusztusi béradatok is a vártnál magasabbak lettek, és megítélésüket szintén nehezítik a szeptemberi, például a munkavállalói járulékokat érintő, szabályozó változások. Ugyanakkor a szolgáltató szektorban tapasztalt termelékenységlassulás is a bérköltségek emelkedését idézte elő. Bár az alappályában azt tételezzük fel, hogy az inflációs célkövető monetáris politika hitelessége révén a legutóbbi, kedvezőtlenebb tényadatok semlegesek maradnak az inflációs várakozásokra, a kedvezőtlenebb béradatok fényében a korábbi bérpályánk nem volt tartható, így a versenyszféra bér-előrejelzését mindegyik évre némileg emeltük. Összességében, az augusztusi

4-1. ábra

A maginflációs előrejelzésünk változása*
(évesített negyedéves változás)



*Az indirektadó-emelés elsődleges hatásától megtisztított index.

4-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása az augusztusi jelentéshez képest*

	2006. augusztus			Aktuális		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Jegybanki alapkamat (%)**	6,75	6,75	6,75	8,0	8,0	8,0
Forint/euro árfolyam	269	277,6	277,6	265,9	267,3	267,3
Dollár/euro árfolyam (cent)	124,9	126,9	126,9	124,9	126,2	126,2
Brent olajár (dollár/hordó)	70,3	76,3	74,6	65,1	64,8	67,2
Brent olajár (forint/hordó)	15 144	16 696	16 329	13 860	13 722	14 228

* Éves átlagok, a 2006. októberi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

** Év végi értékek.

prognózisunkhoz képest, a magasabb bérek begyűrűződése az árakba a 2007-es és 2008-as inflációt emeli.

Mivel az alappályában horgonyzott inflációs várakozásokat tételezünk fel, a kedvezőtlenebb ár- és béradatok ellenére egy átmeneti időszak után az árnövekedés üteme visszatérhet a korábban várt szintre (lásd a 4-1. ábrát). Az inflációs várakozásokkal kapcsolatos esetleges koordinációs problémát pedig a legyezőábrában kockázatként jelenítettük meg.

Az előrejelzésben érvényesített feltevéseink közül az olajárpályája és a korábbinál közel 4 százalékkal erősebb szinten rögzített árfolyam egyaránt az árak lassabb emelkedését eredményezi. Eltérés a kettő között a tekintetben jelentkezik, hogy míg az olcsóbb olaj 2006-ban és 2007-ben mérsékli az inflációt, addig a felértékelt hazai valuta inkább késve, a 2007-es és 2008-as inflációban érezteti hatását.

A szabályozott árak tekintetében – egyéb információk hiányában – alapvetően az augusztusi feltevéseinkkel számoltunk.¹⁷ Jövőre, a szabályozott árakat tekintve augusztushoz képest a távközlésben alkalmazott elszámolási díjak csökkenése és a gyógyszerár-támogatás új elemei jelentenek további inflációmérséklődést.

Az augusztusi prognózisunkhoz képest fontos változást jelent ugyanakkor, hogy az állami béreknél a korábbi átlagbérfagyasztás helyett bértömeg-befagyasztással számolunk. Emiatt 2007-re másfél százalékpontos állami bérnövekedést tételezünk fel. A korábbiaknál magasabb állami bér elsősorban a 2007-es lakossági jövedelmet, s így a fogyasztás és a GDP értékét emelte némileg, míg a fogyasztóiár-index prognózisra nagyságrendileg nem volt hatással.

A reálgazdasági folyamatoknál korábbi képünket a lakossági fogyasztáson túlmenően a bruttó állóeszköz-felhalmozásnál árnyaltuk. Itt a legutolsó tényadat alapján rövid távon lényegesen alacsonyabb vállalati beruházzsal számolunk, míg középtávon a korábbiakhoz hasonló mérsékelt bővülésre számítunk. Az augusztusi előrejelzésünkhöz képest gyakorlatilag változatlan külső konjunktúra mellett, a vártnál kedvezőbb tényfolyamatok miatt, a külkereskedelem hozzájárulását a növekedéshez 2007-re emeltük, 2008-ra azonban némileg csökkentettük. A fenti hatások eredőjeként a 2007-es várt GDP-növekedést 0,1 százalékponttal emeltük. 2008-ban azonban mindkét hatás fékezi a gazdaságot, de így is a növekedés prognosztizált ütemét csupán 0,1 százalékponttal csökkentettük.¹⁸

Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása

Megvizsgáltuk, hogyan alakulna előrejelzésünk, ha a novemberi Reuters-felmérésben szereplő átlagos árfolyam- és kamatvárakozásokat alkalmaztuk volna alapfeltevéseinkben. Az alap-előrejelzés feltevéseihez képest az elemzők 2007 végére közel 3,5 százalékkal erősebb árfolyamot várnak (259 forint/euro), míg a jegybanki alapkamat tekintetében a következő év végéig hozzávetőleg 80 bázispontos csökkenést valószínűsítene. Ezen feltételezéseket az előrejelzésünkre alkalmazva a 2007. évi éves átlagos fogyasztóiár-indexben 0,3 százalékpontos, míg a 2008. évi inflációban 0,4 százalékpontos csökkenést okoz. Kisebb mértékű volna a változás a bruttó hazai termék növekedési ütemére vonatkozóan, itt jövőre 0,1, 2008-ban pedig 0,15 százalékponttal alacsonyabb ütemet jelezni előre.

4-2. táblázat

Az inflációs előrejelzésünk változására ható legfontosabb tényezők

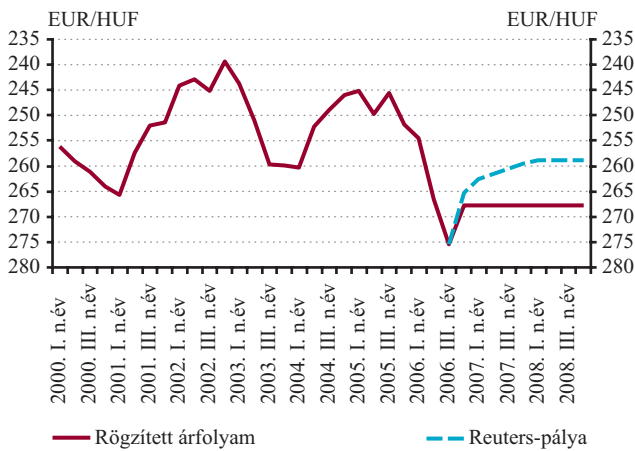
	Magasabb inflációt okoz	Alacsonyabb inflációt okoz
Rövid távon	<ul style="list-style-type: none"> Szeptemberi áfaemelés magasabb hatása Többlet áremelések az áfaemeléskor 	<ul style="list-style-type: none"> A határidős olajárpályája csökkenése
Hosszú távon	<ul style="list-style-type: none"> Magasabb bérpályája Határidős olajárpályája meredekségének emelkedése 	<ul style="list-style-type: none"> Felértékeltetebb forintárfolyam feltevés Lakossági jövedelmek korábbinál alacsonyabb szintje Szabályozott árak

¹⁷ A jelentés információs halmazának lezárásakor ismereteink szerint még nem született végleges döntés a jövő évre vonatkozó energia és közlekedési tarifák emelésének mértékéről.

¹⁸ A reálgazdasági prognózisoknál fontosnak tartjuk még megjegyezni, hogy a KSH 2006. október 2-án közzétett GDP-revizíójának megfelelően az éves hiány- és egyenlegmutatóknál a revideált éves GDP-mutatókkal számoltunk, míg a negyedéves előrejelzéseknél – negyedéves adatok hiányában – a korábbi módszertan szerinti adatokat használtuk.

4-2. ábra

Árfolyampálya a Reuters novemberi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése szerint*



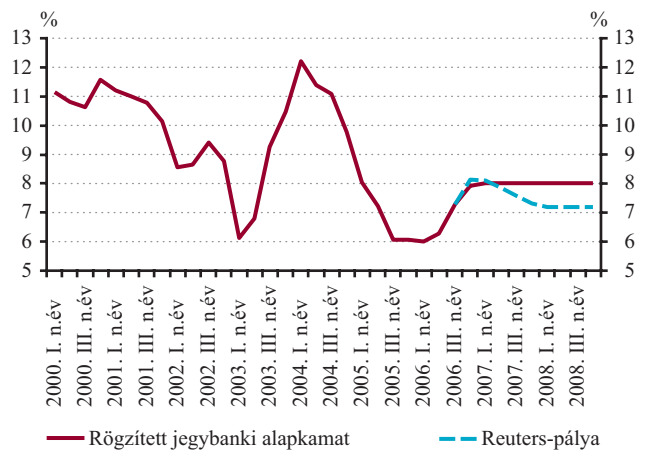
* Fordított skála.

Előrejelzésünk összevetése más intézetek prognózaival

Az infláció tekintetében a legtöbb elemző és intézet valamelyest alacsonyabb értéket jelez előre, ennek ellenére

4-3. ábra

Jegybanksi alapkamatpálya a Reuters novemberi felmérése és a rögzített kamat feltevése mellett



mindkét évben az elemzők által megadott határokon belül található az MNB prognózisa. Ezzel szemben a gazdasági növekedésről alkotott képünk más előrejelzőkkel teljesen összhangban van, illetve az államháztartás és a folyó fizetési mérleg várt hiánya szintén megfelel az átlagos elemzői várakozásoknak.

4-3. táblázat

Alap-előrejelzésünk változása az augusztusihoz képest
(éves átlagos változás százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2005	2006		2007		2008	
	Tény	Előrejelzés					
		Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	2,2	2,0	2,4	5,6	6,1	4,4	4,0
Fogyasztóiár-index	3,6	3,8	3,9	7,0	6,9	4,2	4,1
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,0	2,2	2,9	2,1	2,2	2,3	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	0,8	1,8	1,5	-4,1	-4,2	-1,7	-2,0
Lakossági fogyasztás ³	2,1	2,5	2,4	-1,0	-0,9	-0,3	0,0
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	<i>1,8</i>	<i>2,6</i>	<i>2,4</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>
Állóeszköz-felhalmozás ³	6,6	6,3	4,2	2,0	2,1	4,3	4,3
Belföldi felhasználás ³	0,8	1,5**	0,9**	-0,2**	0,0**	1,1	1,4
Export ³	10,8	13,7	15,7	9,5	9,8	9,4	9,1
Import ^{3,4}	6,5	10,8**	12,1**	6,9**	7,4**	8,3	8,4
GDP ³	4,1 (4,3)*	3,9	3,9	2,4	2,5	2,5	2,4
Folyó fizetési mérleg hiánya⁴							
A GDP százalékában	6,8	8,1**	7,1**	5,9**	5,5**	4,7	4,3
Milliárd euróban	6,0	7,0**	6,2**	5,3**	5,2**	4,5	4,3
Külső finanszírozási igény⁴							
A GDP százalékában	6,0	6,9**	6,0**	4,5**	4,1**	3,0	2,6
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁵	8,9	6,8	7,2	4,4	5,3	4,5	4,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁶	0,0	0,4	0,8	-0,4	-0,2	0,5	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset	6,9	7,9	8,3	6,7	7,3	6,7	7,0
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	0,3	1,0	1,6	0,1	0,3	0,6	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	2,2	4,3	5,3	4,3	5,6	3,9	4,7
Lakossági reáljövedelem	3,6***	4,3	2,5	-4,3	-3,8	2,0	1,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. ³ A táblázatban publikált GDP-adatok – mind a tényeket, mind az előrejelzést illetően – még nem tartalmazzák a GDP-számítás módszertanának – a KSH által október 2-án publikált – változásait. ⁴ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁵ Pénzforgalmi szemléletben. ⁶ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

* Zárójelben a naptári hatással korrigált adat szerepel.

** Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerzés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

*** MNB-becslés.

4-4. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2006	2007
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
MNB	3,9	6,9
Consensus Economics (2006. szeptember) ¹	3,4–3,7–4,0	5,5–6,4–7,0
OECD (2006. május)	2,1	2,9
Európai Bizottság (2006. ősz)	3,9	6,8
IMF (2006. szeptember)	3,5	5,8
Reuters-felmérés (2006. november) ¹	3,7–3,9–4,0	5,8–6,5–7,3
Világbank (2006. szeptember)	3,7	6,5
GDP (éves növekedés, %)		
MNB	3,9	2,5
Consensus Economics (2006. szeptember) ¹	3,6–3,8–4,0	1,8–2,4–3,0
OECD (2006. május)	4,6	4,4
Európai Bizottság (2006. ősz)	4,0	2,4
IMF (2006. szeptember)	4,5	3,5
Reuters-felmérés (2006. november) ¹	3,5–3,9–4,3	1,8–2,4–3,1
Világbank (2006. szeptember)	3,8	2,5
Folyó fizetési mérleg hiánya (Mrd euro)		
MNB	6,2*	5,3*
Consensus Economics (2006. szeptember) ^{1,2}	5,8–6,6–7,2	5,1–6,1–7,8
Reuters-felmérés (2006. november) ¹	5,8–6,5–7,8	5,2–6,5–6,6
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)		
MNB	7,2*	5,8*
OECD (2006. május)	7,7	7,3
Európai Bizottság (2006. ősz)	7,3	5,1
IMF (2006. szeptember)	9,1	8,0
Világbank (2006. szeptember)	8,0	6,7
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)		
MNB	9,5–10,4**	6,1–7,7**
Consensus Economics (2006. szeptember) ¹	8,6–10,0–11,0	5,7–6,8–7,5
Európai Bizottság (2006. ősz)	10,1	7,4
Reuters-felmérés (2006. november) ¹	9,5–10,0–10,2	5,9–6,6–7,4
Világbank (2006. szeptember)	8,6	5,1
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések		
MNB	9,1	4,0
OECD (2006. május) ³	7,9	6,9
Európai Bizottság (2006. ősz) ³	9,1	6,3
IMF (2006. szeptember) ³	8,1	5,7
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések		
MNB	2,9	2,2
OECD (2006. május) ³	2,6	2,5
Európai Bizottság (2006. ősz) ³	3,1	2,4
IMF (2006. szeptember) ³	2,8	2,3

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

¹ A Reuters- és a Consensus Economics-felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. ² A felmérés dollárban adja meg a folyó fizetésimérleg-előrejelzéseket, amelyeket a jelentésben feltételezett euro/dollár árfolyammal számítottunk át. ³ MNB által számított 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 közöltektől.

* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó hatását. ** Az ESA-hiányhoz tarozó kockázati tartomány, amely az Új egyensúly programban meghirdetett intézkedésekhez tartozó kockázatokot tartalmazza. Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2006. szeptember); European Commission Economic Forecasts, 2006. ősz; IMF World Economic Outlook (2006. szeptember); Reuters-felmérés 2006. november, World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (2006. szeptember); OECD Economic Outlook (2006. május).

4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

A költségvetési előrejelzésünk készítése során a 2007-es költségvetési törvény tervezetéből, a szeptemberben benyújtott aktualizált konvergenciaprogramból és a kormányzati bejelentésekből indultunk ki. A költségvetés egyes tételei az előrejelzés szempontjából a rendelkezésre álló információk alapján három csoportba oszthatók:

1. A korábbról már ismert, vagy az újonnan elfogadott és törvénybe foglalt, elsősorban bevételnövelő intézkedések hatását saját számításokkal az MNB makrogazdasági prognózisával összhangban jelezzük előre. Ebbe a körbe főként az adó- és járulékemelések tartoznak.
2. A már bejelentett, de még törvénybe nem iktatott intézkedések esetében, ahol elérhetőek voltak kormányzati előrejelzések, ott azokat vettük át. Vagyis részletes információ hiányában azt feltételeztük, hogy a kormányzat úgy fogja a jövőben konkretizálni az intézkedéseket, hogy azok hiányra gyakorolt hatása megegyezik majd a kormány jelenlegi előrejelzésével. Ilyen tételnek tekinthető például a vízidíj vagy a költségvetési szervek kiadásai.
3. A legnagyobb bizonytalanságot hordozó tételek azok, amelyeket már bejelentettek, de még nincsenek törvény-

be iktatva, és költségvetési hatásuk számszerűsítésére sem ismertek hivatalos prognózisok.¹⁹ Ilyennek tekinthető például a gázár-kompenzációs vagy a gyógyszer-támogatási rendszer átalakításának, illetve az egészségügyi reform egyes elemeinek hatása. Ezekben az esetekben saját feltételezésekkel éltünk az egyes inputváltozókat és a várható költségvetési hatásokat illetően.

A szeptemberben benyújtott konvergenciaprogramban kitűzött hiánycélok teljesülhetnek, ha az abban felvázolt valamennyi tervezett intézkedését végrehajtja a kormányzat. A teljesüléshez azonban időben előre haladva egyre növekvő kockázatok tartoznak. Alap-előrejelzésünk szerint a 2006. évi ESA-hiány a GDP 9,9 százaléka körül alakulhat, a 2007. évi ESA-deficit nagy valószínűséggel a GDP 6,5–7,7 százaléka közötti tartományba várható. A 2007. évi céltartomány megadásakor feltételeztük, ha a költségvetési folyamatok jövőre kedvezően alakulnak, s a hiány kisebb lenne, mint a GDP 6,5 százaléka, akkor a költségvetésben elkülönített ún. egyensúlyi tartalékot elkölthi a kormányzat (erről bővebben lásd lentebb). A 2008. évi hiány alapesetben a konvergenciaprogramban kitűzött 4,3 százalékos deficit szint körül lehet, de ekkor a kockázati tartomány nagyobbik része már a hiánycélnál magasabb tartományba kerül. Az augusztusi inflációs jelentésben található alap-előrejelzéshez képest

4-5. táblázat

A fiskális hiánymutatók várható alakulása
(a GDP százalékában)

	Előrejelzés		
	2006	2007	2008
1) GFS-egyenleg	-9,5	-6,5	-4,0*
2) ESA-egyenleg korrekciói	-0,4	0,0	-0,2
3) ESA-egyenleg (1+2)	-9,9	-6,5	-4,2
4) ESA-egyenleg kockázati tartománya**	(-9,5)-(-10,4)	(-6,1)-(-7,7)	(-3,4)-(-5,3)
5) Kvázi-fiskális kiadások és egyéb korrekciók	-1,2	-0,4	-0,7
6) Kiegészített (SNA) egyenleg (1+5)***	-10,7	-6,9	-4,9
7) Kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg	-6,8	-2,7	-0,7
9) Fiskális keresleti hatás	+1,5	-4,2	-2,0

* Mivel 2008-ra nem rendelkezünk költségvetésitörvény-javaslattal, ezért erre az évre a konvergenciaprogramban felvázolt intézkedések megvalósulását feltételezve becsültük meg a különböző hiánymutatók várható értékét.

** Az ESA-hiányhoz tarozó kockázati tartomány, amely a konvergenciaprogramhoz kötődő kockázatérzékelésünket tartalmazza. A 2007. évi ESA-hiányra vonatkozó kockázati tartományunk figyelembe veszi az ún. egyensúlyi tartalék – költségvetési folyamatoktól függő – felhasználását.

*** Az államháztartás pénzforgalmi hiánya, megtisztítva egyes rendkívüli bevételektől és kiadásoktól, valamint kiegészítve az államháztartáson kívül elszámolt kvázifiskális tevékenységekkel (MNB-becslés).

¹⁹ Előrejelzésünkben csak a 2006. november 8-ig nyilvánosságra hozott intézkedések hatásait tudtuk számszerűsíteni. Megjegyezzük, hogy az Alkotmánybíróság novemberi döntése a házipénztári adóról előrejelzésünket nem módosítja, mivel ennek az adónak a kivetését már eleve magas kockázatúnak tekintettük, s ezért alap-előrejelzésünkben nem vettük figyelembe.

mostani prognózisunk 2006-ra 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 2007-re és 2008-ra viszont 0,3, illetve 0,1 százalékponttal magasabb hiánypályát tartalmaz.

A 2007-es költségvetés reális, de a tartalékok ellenére felesleges fiskális pályát vázol fel. Az elmúlt években a kormány rendre elvétette a költségvetési törvényben kitűzött hiánycél teljesítését, ezért a 2007-es költségvetésben a korábbi éveknél magasabb tartalékok képzésével kívánja biztosítani a hiánycél tartását. A 2007-es költségvetési törvényben a kormány összesen 225 milliárd forint tartalékot különített el a hiánycél biztonságos teljesítése érdekében, azonban a ténylegesen rendelkezésre álló tartalék ennél jóval alacsonyabb (erről lásd a 4-1. keretes írásunkat). Az elmúlt évek tapasztalatai szerint a költségvetési általános és céltartalék nagy valószínűséggel elköltésre kerül. Azaz csak a szokásos tartalékon felüli, mintegy 130 milliárdos egyensúlyi tartalékokkal számolhatunk az előző évekhez képest pótlólagosnak tekinthető valódi tartalékként. Mivel alapelőrejelzésünk szerint a – tartalékok nélkül számolt – hiány a költségvetési törvényben foglalthoz képest 0,2 százalékponttal magasabb lesz, ez további mintegy 50 milliárd forinttal csökkenti a ténylegesen igénybe vehető tartalékok nagyságát. Emellett a központi költségvetés közvetlen kontrollja alól kieső, helyi önkormányzatok hiányára vonatkozó szokásos előrejelzési bizonytalanság további olyan 0,1-0,2 százalékpontos kockázatot jelent, aminek megvalósulásáról csak a költségvetési év elteltével lesz a kormányzatnak információja. Vagyis a költségvetés tervezettnél kedvezőtlenebb alakulása során év közben bevethető, vagyis effektívnek tekinthető tartalékok nagysága a kormányzati tervezésben szereplő mintegy 225 milliárd forinttal szemben mindössze 30–55 milliárd forintra tehető.

A 2006. évi költségvetési folyamatokról

A kiadási előirányzatok jelentős túllépése miatt, az évközben életbe lépő, hiányt csökkentő intézkedések ellenére a magán-nyugdíjpénztári korrekciók nélkül számított ESA-hiány az eredetileg tervezett 6,1 százalék helyett a GDP 9,9 százaléka körül alakulhat. Alapelőrejelzésünk 0,2 százalékponttal kisebb hiányszint kialakulásával számol az augusztusi előrejelzéshez képest. Ez alapvetően az adóbevételek harmadik negyedévi vártnál kedvezőbb alakulásának következménye.

A 2006. évi hiánycél közel 4 százalékos túllövésének mintegy harmada köthető a statisztikai módszertani okokhoz és közel kétharmada a tervezettnél lazább költségvetési politikához. A 2006. évi eredeti ESA-hiánycélkitűzés alapvetően eltért attól, amit a költségvetési folyamatok, valamint az Eurostat által alkalmazott statisztikai módszertan együttesen indokolt volna. A Gripen vadászgépek beszerzésének költségeit, valamint az autópálya-építési költségek eredményszemléletű elszámolását is figyelembe kellett volna venni az ESA-hiánycél meghatározásakor. Így a statisztikailag helyes eredményszemléletű elszámolású hiánycél a GDP 7,5 százalékára adódott volna. Ezért valójában a hiány túlfutása a tervezett költségvetési pályához képest a GDP mintegy 2,4 százalékpontjára tehető. A magasabb hiányszint kialakulása az alultervezett kiadási előirányzatok túlteljesülésének és egyéb többletköltekezésnek (pl. pénzmaradványállomány-csökkentés) együttes következménye.

A 2006. évi hiány-előrejelzés kockázatai

A 2006. évi alap-előrejelzésünkhöz tartozó 9,9 százalékos ESA-hiányhoz kismértékben aszimmetrikus – a magasabb hiány irányába mutató – kockázateloszlás tartozik.

A pénzforgalmi hiányt növeli egy rendkívüli adósságátváltalás, azonban ez a tranzakció az ESA-hiányra nincs hatással.²⁰

Az adóbevételi előirányzatokhoz kötődő kockázatok közül az áfabevételeknél szimmetrikus kockázatokat látunk. Az összes adóbevételhez kötődő kockázatérzékelésünk azonban nem szimmetrikus, mert a szeptembertől hatályba lépett, adóbevételeket növelő intézkedések tényleges hatása még nem látható. Így fennáll annak a veszélye, hogy az adóterhelés növelése a számítottnál kisebb adóbevétellel jár, ha az adóelkerülés erőteljesen nő és mértéke meghaladja várakozásainkat.

A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű kiadási előirányzatok várakozásainkhoz képest alulteljesültek a harmadik negyedév során, ezért pozitív irányú kockázatnak gondoljuk, hogy ennél a kiadási előirányzatnál – a megemelt éves előirányzathoz képest – megtakarítás realizálódhat.

²⁰ Az NA Zrt. korábban felvett hitelállományából mintegy 350 milliárd forintnyi hitelállományt még az idén átvállal a költségvetés, ami a 2006. évi pénzforgalmi hiányt a GDP 1,5 százalékával növeli meg. Ugyanakkor ez az átvállalás az ESA szerinti hiányt nem érinti, mivel az NA Zrt. is az államháztartás része az ESA szabályai szerint, így a vállalat által az elmúlt időszakban végrehajtott autópálya-beruházások az ESA-deficitben már korábban megjelentek. (Mivel a 2007. évi törvényjavaslat mindössze 146 milliárd forint hitelátvállalással számol, ennek alapján feltételezzük azt, hogy még az idén sor kerül a mintegy 350 milliárd forintnyi hitelcsomag átvállalására.)

4-6. táblázat

2006-os hiány-előrejelzésünk bizonytalansága
(a GDP százalékában)

GFS-egyenleg alap-előrejelzése: -9,5 százalék			
Az adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek.	+0,1	Az adóbevételek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítottól.	-0,4
A költségvetési intézmények és fejezetek költekezése a korábban vártnál kisebb lesz	+0,2	Az önkormányzatok beruházási kiadásai nagyobbak lesznek, beruházási ciklus	-0,1
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,3	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	-0,5
Kedvező esetben a GFS-hiány	-9,2	Kedvezőtlen esetben a GFS-hiány	-10,0
ESA-hiánykorrekciók	-0,4	ESA-hiánykorrekciók	-0,4
Alacsonyabb autópálya-építési kiadás	+0,1		
ESA-hiány kedvező esetben	-9,5	ESA-hiány kedvezőtlen esetben	-10,4

A 2007. évre várható költségvetési folyamatokról

A 2007-es hiánycél elérésének biztosításához a szokásosnál magasabb tartalék-előirányzatot tartalmaz a törvényjavaslat. A megnövelt tartalékkeret funkciója az, hogy csökkentse a költségvetés megvalósításának kockázatát. Az ESA-hiányra vonatkozó, GDP-arányosan 6,5 százalékos alap-előrejelzésünk arra a feltételezésre épül, hogy az egyensúlyi tartalékok – a GDP mintegy 0,5 százalékának megfelelő előirányzat – nem kerülnek elköltésre. Úgy látjuk, hogy a megvalósítás kockázatai még mindig jelentősek, amelyet az is jelez, hogy a tartalékok felhasználása nélkül becsült hiánykockázati tartomány felső szélé (7,7%) jóval magasabbra adódik, mint a kitűzött hiánycél.

A megvalósítási kockázatok azért jelentősek, mert több, a konvergenciaprogramban szereplő intézkedés konkretizálása még nem történt meg, a törvényjavaslat előirányzatai azonban feltételezik azok maradéktalan végrehajtását. (A konvergenciaprogramban felvázolt kiadáscsökkentő intézkedések közül a gázár-támogatási rendszer átalakítására, a helyi tömegközlekedés támogatására és a távolsági közlekedés tarifarendszerének átalakítására vonatkozó elképzeléseket a kormányzat eddig nem konkretizálta). A korábbi évekre jellemző tervezési hibák mérséklődtek, de különösen a társadalombiztosítási alrendszer előirányzatainak tervezése még mindig túlságosan optimista.

A 2007. évi hiánypályára vonatkozó alap-előrejelzéseket az alábbi feltevésekre alapoztuk:

- Kiadási oldalon feltételeztük, hogy a bérfelfagyasztás és a bértömeg-gazdálkodásra történő átállás a kormány szándékai szerint valósul meg. Feltételeztük továbbá,

hogy a központi költségvetés kiadási oldalán a különféle jogcímekekhez kötődő kiadási előirányzatok tervezése a szükséges óvatossággal készült, s így azok betarthatóak.

- A kamategyenlegek várható alakulására a forwardhozamgörbe alapján készítettünk önálló előrejelzést.

A hiányra vonatkozó előrejelzésünk szerkezetében eltér a törvényjavaslatban található makrogazdasági feltételrendszertől:

- A törvényjavaslat alacsonyabb inflációs pályával számol, mint az MNB előrejelzése, így a kiadási előirányzatok szokásos tervezési metodikáján keresztül a kiadások elinflálása is nagyobb mértékű.
- A törvényjavaslat a versenyszektor bruttó átlagkeresetnövekedésére adott prognózisa lényegesen meghaladja saját prognózisunkat. Ennek következtében a bérijövedelmekhez kötődő adó- és járulékbévételeknél a törvényjavaslat magasabb bevétellel számol, mint alap-előrejelzésünk.

A központi költségvetés hiányára vonatkozó előrejelzésünk 1,0 százalékponttal alacsonyabb, mint amelyet a költségvetésitörvény-javaslat tartalmaz. A törvényjavaslathoz képest 0,3 százalékponttal magasabb bevételekkel számolunk, míg a kamatkidadásoknál prognózisunk mintegy 0,2 százalékponttal kisebb, valamint az ún. egyensúlyi tartalékok sem kerülnek elköltésre a központi költségvetésnél, ez további 0,5 százalékpontos eltérést jelent. Az egyensúlyi tartalékok elköltését a kitűzött hiánycél biztonságos elérése ugyanis nem teszi lehetővé. A bevételi prognózisunk elsősorban azért magasabb, mert nagyobb nettó áfabevételt és kis-mértékben magasabb társaságiadó-bevételt várunk.

A társadalombiztosítási alapok egyenlegénél két jelentősebb eltérés tapasztalható a költségvetési törvény és saját előrejelzésünk között:

- A törvényjavaslat magasabb járulékbéveletekkel számol, a különbség nagysága a GDP 0,2-0,3 százalékpontja körüli. Az eltérés elsősorban a jövő évi bérnövekedési prognózisokban tapasztalható különbségre vezethető vissza.
- A törvényjavaslat az Egészségbiztosítási alap kiadásait (gyógyszerkiadások, gyógyászati segédeszközök) a GDP mintegy 0,2 százalékpontjával kisebbre becsüli, mint saját alap-előrejelzésünk. Előrejelzésünk azért tér el ilyen mértékben, mert a gyógyszergyártókkal még nincs aláírt megállapodás a gyógyszerkassza túllépése esetén realizálódó gyártói befizetésekről, továbbá nem alakult még ki a gyógyszerek támogatásának végleges rendszere.

A 2007. évi hiány-előrejelzés kockázatai

A pénzforgalmi hiányra vonatkozó alap-előrejelzésünkhöz viszonylag széles – 5,6 és 7,7 százalék közötti – kockázati tartomány tartozik. Azonban mivel azt feltételezzük, hogy a hiány kedvezőbb alakulása esetén a tartalékokat elköltik, ezért a tényleges kockázati tartomány 6,1 és 7,7 százalék közé tehető. A magasabb hiány irányába mutató kockázat

tartozik az áfabevételekhez, a költségvetési intézmények és fejezetek nettó kiadásaihoz, a társadalombiztosítási kiadásokhoz, a helyi önkormányzatok kiadásaihoz, illetve az autópálya-építésekhez. A költségvetési intézmények, fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásainak reális tervezését a rendelkezésünkre álló korlátozott információk alapján nem lehet pontosan megítélni. Előrejelzési szabályunk következtében a törvény kiadási előirányzatainak betartását feltételezzük, ebből a szempontból alap-előrejelzésünk feltételesnek tekinthető. Nagy bizonytalanság társul a bérek állami szektorban tervezett befagyasztásához. Ennek a célkitűzésnek a végrehajtása különösen az önkormányzatoknál és azok intézményrendszerénél kérdéses, mivel azok bérpolitikájára a központi költségvetésnek nincs közvetlen ráhatása.

Az alappályánál alacsonyabb hiány megvalósulását valószínűsítheti az áfabevételek és személyijövedelemadó-bevételek általunk vártnál jobb teljesülése, a társadalombiztosítási alapok kisebb hiánya. Mivel 6,5 százalékos alap-előrejelzésünk azzal a feltételezéssel készült, hogy az egyensúlyi tartalékok nem kerülnek felhasználásra, ezért egy ennél alacsonyabb hiány kialakulása esetén valószínűsíthető, hogy az egyensúlyi tartalékot felhasználják. Ennek következtében alap-előrejelzésünk egyben a kockázati sáv alja is.

4-7. táblázat

2007-es hiány-előrejelzésünk bizonytalansága
(a GDP százalékában)

GFS-egyenleg alap-előrejelzése: -6,5 százalék			
Az adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek.	+0,2	Az adó- és járulékbéveletek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítottól.	-0,3
Járulékbéveletek magasabbak lesznek a vártnál	+0,2	Az önkormányzatok kiadásai nagyobbak lesznek, mint az alap-előrejelzésünkben	-0,2
A társadalombiztosítási kiadások jobban csökkennek, mint alap-előrejelzésünkben	+0,2	A költségvetési intézmények kiadásai meghaladják az előirányzottat	-0,4
Az Európai Unió részt vesz a metróberuházásban	+0,3	A társadalombiztosítás kiadásai nagyobbak lesznek tervezettnél	-0,2
		Az autópálya-építésre fordított kiadás magasabb lesz a korábban tervezettnél	-0,1
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,9	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	-1,2
Kedvező esetben a GFS-hiány	-5,6	Kedvezőtlen esetben a GFS-hiány	-7,7
Egyensúlyi tartalék elköltése	-0,5	Egyensúlyi tartalék végleg zárolva	0,0
GFS-hiány az egyensúlyi tartalék felhasználását követően	-6,1	GFS-hiány az egyensúlyi tartalék zárolásával	-7,7
ESA-hiánykorrekciók	0,0	ESA-hiánykorrekciók	0,0
ESA-hiány kedvező esetben	-6,1	ESA-hiány kedvezőtlen esetben	-7,7

4-1. keretes írás: A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése

A jövő évi hiánycélkitűzés elérésének kockázatát a költségvetésitartalék-előirányzatok növelésével kívánja mérsékelni a kormányzat. A 2007. évi költségvetésitörvény-javaslat szerint összesen mintegy 225 milliárd forintnyi tartalékkeret áll rendelkezésre.

A korábbi évek tapasztalatai alapján úgy gondoljuk, hogy az általános és céltartalékok év közben elköltésre kerülnek, hiszen ezeknek a tartalék-előirányzatoknak a funkciója az, hogy az év közben felmerülő „normális” kiadási feszültségeket áthidalják. Ezért csak a „központi egyensúlyi tartalék” és a „fejzeti egyensúlyi tartalék” tekinthető effektív tartalékkeretnek, a hiánycél elvételése esetén a szükséges korrekciókhoz. A két tartalékkeret összesen 129,6 milliárd Ft-ot tartalmaz, amely a GDP 0,5 százaléka körüli évközi kiigazításra ad lehetőséget. Mivel alap-előrejelzésünk az egyensúlyitartalék-keretek felhasználása nélkül a GDP 6,5 százaléka körüli hiányt mutat, ezért a 2007. évi hiánycél eléréséhez már alapesetben is csak mintegy 80 milliárd forintnyi tényleges egyensúlyi tartalékkal lehet számolni. A GDP 0,3 százaléka csökkenő egyensúlyitartalék-keret elvileg elegendő lehet a hiánycél teljesítéséhez tartozó kockázatok kezeléséhez, de ehhez biztosí-

tania kell azt, hogy a fejzeti egyensúlyi tartalék év közben bármikor áteszportosítható legyen az államháztartás többi alrendszerében látható kockázatok kezelésére. Az alábbi táblázat azt mutatja be, hogy mekkora mozgástere van a kormányzatnak a hiánycél elcsúszásának kezeléséhez.

Levezetésünk az óvatosság elvének érvényesítését is tartalmazza. A múltbeli tapasztalatok alapján az önkormányzatok hiánycéljához kötődő kockázatok a GDP 0,1-0,2 százalékára tehetőek, ezért az óvatosság elvével összhangban, ennyivel alacsonyabb hiánycélt kellene a kormányzatnak a közvetlenül a hatókörébe tartozó központi kormányzatnál kitűzni, a konvergenciaprogram biztonságos teljesítéséhez. Ez azt jelenti, hogy e célból az egyensúlyi tartalékok kereteiből mintegy 25–50 milliárd forintnyi tartalék-előirányzat zárolását kellene biztosítani az év végéig (feltéve, hogy év közben a hiánypálya nem a pozitív irányú kockázatok irányába mozdul el alap-előrejelzésünkhöz képest). Tehát, ha a kormányzat az önkormányzati alrendszerben látható kockázatot exogén tényezőnek tekinti, s a kockázatot az óvatossági szempontok alapján kezeli, akkor a hiánycél teljesítéséhez tartozó többi kockázat semlegesítéséhez – központi kormányzati körben – ténylegesen meglévő tartalékok összege 30–55 milliárd forintra becsülhető.

4-8. táblázat

A tényleges tartalékok becsült nagysága
(milliárd Ft)

A	Összes költségvetési tartalék	225
B	Ebből: általános és céltartalék	95
C = A-B	Egyensúlyi tartalékok	130
D	Alap-előrejelzésünk magasabb hiányprognózisa miatti tartalék-felhasználás*	-50
E = C+D	Kormányzati hiánycélhoz tartozó tartalék	80
F	Önkormányzatok várható egyenlegéhez kapcsolódó kockázatok	-25-50
G = E-F	Ténylegesen rendelkezésre álló egyensúlyitartalék-keret	30-55

* Alap-előrejelzésünk tartalékok elköltésével a GDP 7,0 százalékára módosul, amely így 0,2 százalékponttal magasabb a hiánycélnál.

A 2008-ra várható költségvetési folyamatokról

Amennyiben a 2007. évi költségvetési törvényben megfogalmazott hiánycél teljesül, akkor a konvergenciaprogramban kitűzött 4,3 százalékos 2008-as hiánycél teljesítése reális célkitűzésnek látszik. Hangsúlyozzuk, hogy a jövő évi költségvetés végrehajtása, illetve a jövő évi fiskális folyamatok alakulása alapvetően meghatározza a 2008. évi hiánycél teljesíthetőségét.

A 4,3 százalékos hiánycél teljesítésének megvalósítási kockázatai jelentősek, tekintettel arra, hogy a 2007. évi fiskális pályával ellentétben, alap-előrejelzésünk nem tartalmaz semmilyen tartalékot egy bekövetkező hiánycélelcsúszás kezelésére. Becslésünk szerint, a bevételnövelő intézkedések 2008-ban már nem generálnak további költségvetésiegyensúly-javulást. Ezért, további pótlólagos kiadáscsökkentő intézkedésekre lesz szükség ahhoz, hogy a tervezett hiánycél elérhető legyen.

A konvergenciaprogramban felvázolt kiadáscsökkentő intézkedések – leginkább a bérfefagyasztás –, valamint az egyszeri tételek becsült változása alapján a 2008. évi ESA-hiány a GDP további mintegy 2,3 százalékpontjával csökkenhet a 2007. évihez képest, de az alap-előrejelzéshez jelentős aszimmetrikus kockázati eloszlás tartozik a magasabb hiányszint irányába. A 2008. évi hiánycsökkenésből a GDP 1,0 százaléka körüli mértékű az egyszeri tételek kiesésének (Gripen-beszerezés; autópálya-építések PPP-konstrukcióba terelése) egyenlegjavító hatása, amely a tervezett ESA-deficitcsökkentés mintegy felét teszi ki.

zik a magasabb hiányszint irányába. A 2008. évi hiánycsökkenésből a GDP 1,0 százaléka körüli mértékű az egyszeri tételek kiesésének (Gripen-beszerezés; autópálya-építések PPP-konstrukcióba terelése) egyenlegjavító hatása, amely a tervezett ESA-deficitcsökkentés mintegy felét teszi ki.

4-9. táblázat

2008-as előrejelzésünk bizonytalansága (a GDP százalékában)

GFS-egyenleg alap-előrejelzése: -4,0 százalék			
Az adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek	+0,2	Az adóbevételek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítottól	-0,2
A társadalombiztosítási járulékbévételek kedvezőbben alakulnak	+0,2	Az állami bérek tervezett befagyasztása nem valósul meg	-0,3
Az EU-forrásbevonás kevesebb lesz a vártnál, így alacsonyabb lesz a társfinanszírozási igény	+0,1	A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű előirányzatok túlteljesülnek	-0,2
Az Európai Unió részt vesz a metróberuházásban	+0,3	Az önkormányzatok hiánya nagyobb lesz a tervezettnél	-0,2
		A társadalombiztosítás kiadása nagyobb lesz a tervezettnél	-0,2
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,8	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	-1,1
Kedvező esetben a GFS-hiány	-3,2	Kedvezőtlen esetben a GFS-hiány	-5,1
ESA-hiánykorrekciók	-0,2	ESA-hiánykorrekciók	-0,2
ESA-hiány kedvező esetben	-3,4	ESA-hiány kedvezőtlen esetben	-5,3

4.3. Külső egyensúly alakulása

2006 I. félévében a hivatalos adatok szerint a folyó fizetési és tőkemérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény GDP-arányos értéke a 2005-ben jellemző 6 százalék körül alakult. A finanszírozási oldalról, „alulról számított” külső finanszírozási igény a módszer-

tani bizonytalanság növekedése miatt kismértékben emelkedett: a finanszírozásban a fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sora 2006 első felében 1,2 milliárd euro volt, ami jelentősen meghaladja a 2005 azonos időszakában tapasztalt értéket.

4-2. keretes írás: A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók

2006 szeptemberében az MNB jelentős mértékű revíziót hajtott végre a 2003–2006-os fizetésimérleg-statisztikában a GDP-statisztikával összhangban. A felülvizsgálat eredményeképpen a 2003-as és a 2005-ös fizetésimérleg-hiány 450, illetve 520 millió euróval mérséklődött, míg a 2004-es hiányszám nem változott érdemben. Ennek eredményeként a fenti években a külső finanszírozási igény is – a GDP 0,6 százalékaival – alacsonyabb volt az előzetes statisztika által jelzetténél. A revízió elsősorban a szolgáltatásokat és a jövedelemegyenleget érintette, és az alábbi főbb tényezőkre vezethető vissza:

- Az újrabefektetett jövedelem 2005. évi becsült értéke helyett a vállalati mérleg- és jövedelembeszámoló alapján kitöltött vállalati kérdőívek

szerinti tényadat, illetve az úgyszintén ez alapján számolt, 2006-ra vonatkozó osztaleték került be. Továbbá a 2006-ra becsült adózott eredmény ezen új számok szerint változott. A revízió hatására 2005-ben a jövedelemegyenleg hiánya közel 120 millió euróval mérséklődött.

- A KSH-val való adatharmonizáció jegyében az MNB fizetésimérleg-statisztikájában a szolgáltatásokat a KSH kérdőíves lekérdezéséhez igazította. A revíziók hatására a szolgáltatásegyenleg többlete számottevően növekedett.

A fizetési mérleg „tévedések és kihagyások” értéke érdemben nem változott, a revíziók a finanszírozási oldalon elsősorban a vállalati szektor külfölddel szembeni nettó adósságjellegű követeléseit érintették. Így a különböző külső egyensúlyi mutatók által jelzett külső finanszírozási igény párhuzamosan csökkent.

4-10. táblázat

A revízió hatása a külső egyensúlyi mutatókra

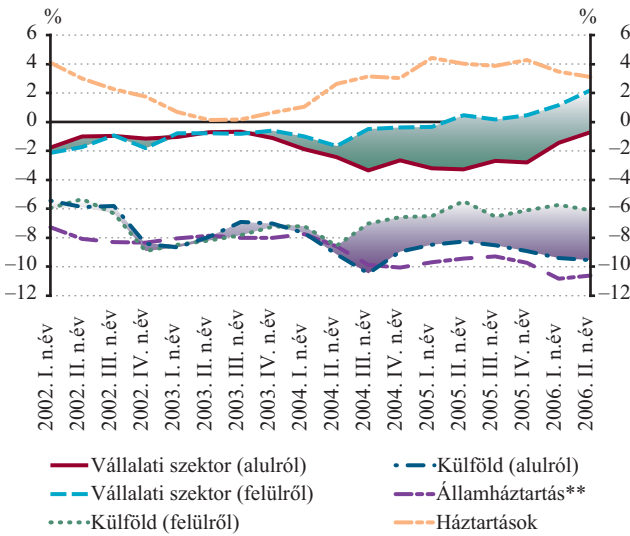
Revízió előtt	2003	2004	2005
Folyó fizetésimérleg-hiány (GDP százalékában)	8,7	8,6	7,4
Folyó fizetésimérleg-hiány (milliárd euróban)	6,4	7,0	6,5
Külső finanszírozási igény „felülről” (GDP százalékában)	8,7	8,3	6,6
Külső finanszírozási igény „alulról” (GDP százalékában)	8,4	10,0	8,9
Revízió után	2003	2004	2005
Folyó fizetésimérleg-hiány (GDP százalékában)	8,1	8,5	6,8
Folyó fizetésimérleg-hiány (milliárd euróban)	5,9	6,9	6,0
Külső finanszírozási igény „felülről” (GDP százalékában)	8,1	8,2	6,0
Külső finanszírozási igény „alulról” (GDP százalékában)	7,8	9,9	8,2

A külső finanszírozási szükséglet I. félévi szinten maradása az erőteljes költségvetési lazításnak, a háztartási szektor mérséklődő pénzügyi megtakarításának és a vállalati szektor csökkenő finanszírozási igényének eredményeként alakult ki. Az államháztartás konszolidált finanszírozási igénye megközelítette a GDP 11 százalékát, ami az áfakulcs-csökkentés miatti adóbevétel-kiesés-

hez, a családtámogatási kiadások GDP-bővülést meghaladó növekedéséhez, a gázár-kompenzáció növekedéséhez, valamint olyan egyszeri tételekhez köthető, mint az árvízi kármentesítés és az iraki adósság elengedése. A háztartások GDP-arányos pénzügyi megtakarítása a jelentős mértékű bérkiáramlás és a visszafogott ütemben bővülő fogyasztás ellenére 3 százalék közelé-

4-4. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása*



* Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérések és az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak importnövelő hatásával korrigált adatok.

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

be csökkent.²¹ A két szektor együttes GDP-arányos finanszírozási igénye 7,5 százalékra emelkedett, amit semlegesített a vállalati szektor finanszírozási szükségletének mérséklődése, amelyben a jövedelmezőség javulása mellett a szektor II. negyedévében visszaeső beruházási aktivitása játszhatott meghatározó szerepet.

A költségvetési intézkedések ellenére 2006-ban az államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye – a Gripenbeszerzések 0,3 százalékpontos elszámolását is figyelembe véve – megközelítheti a 11 százalékot. A háztartások nettó finanszírozási képessége a 2003 és 2005 között bekövetkezett emelkedést követően 2005 vége óta csökken, 2006-ban éves szinten 3-3,5 százalék közötti GDP-arányos érték várható. A vállalatok jövedelmének növekedése hatására a szektor finanszírozási igénye még a GDP-arányosan emelkedő beruházási kiadás mellett is csökkenhet, ami várhatóan ellensúlyozza az államháztartás és háztartás finanszírozási igényének növekedését. Így a gazdaság GDP-arányos külső finanszírozási igénye a 2005-ben tapasztalt szint körül alakulhat, ami a hivatalos, felülről számított értéknél 6 százalékot jelent, míg az „alulról” számított külső finanszírozási igény – a tévedések és hibásor eddig bekövetkezett növekedése miatt – 8,5 százalékra emelkedhet.

4-11. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Becslés				Előrejelzés		
I. Konszolidált államháztartás*	-8,8	-8,4	-8,5	-9,3	-10,7	-6,9	-4,9
II. Háztartások	2,7	0,2	2,4	4,2	3,4	2,5	3,0
Vállalatok és „hiba” (= A – I. – II.)	-0,7	0,1	-2,0	-0,9	1,3	0,4	-0,7
A. Külső finanszírozási képesség, „felülről” (=B+C)**	-6,8	-8,1	-8,2	-6,0	-6,0	-4,1	-2,6
B. Folyó fizetési mérleg egyenlege**	-7,1	-8,1	-8,5	-6,8	-7,1	-5,5	-4,3
– milliárd euróban**	-5,0	-5,9	-6,9	-6,0	-6,2	-5,2	-4,3
C. Tőke mérleg egyenlege	0,3	0,0	0,3	0,8	1,2	1,4	1,7
D. Tévedések és hiba (NEO)***	0,3	0,3	-1,7	-2,1	-2,6	-2,6	-2,6
Külső finanszírozási képesség „alulról” (=A+D)	-6,5	-7,8	-9,8	-8,1	-8,5	-6,6	-5,1

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

** A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság 2004–2006 között magasabb folyó fizetési mérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

*** A fizetési mérleg „tévedések és hiba” sorának előrejelzésénél az elmúlt négy negyedév kumulált értékének szinten maradását feltételeztük.

²¹ 2006 I. félévében jelentős ellentmondás alakult ki a háztartási szektorról rendelkezésre álló adatok között. A bérek éves reálnövekedése az I. félévében 5,4 százalék volt, míg a pénzbeli társadalmi juttatások (nyugdíj, családi pótlék) reálértéke közel 10 százalékkal haladja meg az egy évvel korábbit, ami igen erőteljes lakossági jövedelembővülésre utal. A lakosság jövedelemfelhasználásának alakulása ugyanakkor nem támaszt alá ilyen mértékű növekedést: az I. félévi pénzügyi megtakarítás és beruházás elmarad a tavalyi időarányos adattól, míg a lakossági fogyasztás bővülése 3 százalék alatt alakult. Az ellentmondást a bérstatisztika által jelzettnél alacsonyabb valós jövedelem, illetve a felhasználások statisztikában szereplőnél nagyobb értéke oldhatja fel.

4-12. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete*

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Tény/előzetes tény					Prognózis		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg**	-1,5	-2,4	-3,9	-2,7	-0,8	-1,0	0,0	1,1
2. Jövedelemegyenleg	-5,5	-5,5	-5,0	-6,1	-6,2	-6,5	-6,2	-6,1
3. Viszonytalan folyó átutalások egyenlege	0,8	0,8	0,8	0,3	0,2	0,5	0,6	0,6
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)**	-6,2	-7,1	-8,1	-8,5	-6,8	-7,1	-5,5	-4,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban**	-3,6	-5,0	-5,9	-6,9	-6,0	-6,2	-5,2	-4,3
II. Tőkémérleg egyenlege	0,6	0,3	0,0	0,3	0,8	1,2	1,4	1,7
Külső finanszírozási képesség (I+II)**	-5,6	-6,8	-8,1	-8,2	-6,0	-6,0	-4,1	-2,6

* A prognózis 2006–2007-ben tartalmazza a honvédség Gripen repülőgépbérletének elszámolása miatt keletkező, a GDP mintegy 0,3 százalékának megfelelő importot. ** A 2004–2008-as időszakban a külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság magasabb folyó fizetési mérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

2007-ben a költségvetési intézkedések hatására az államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye várhatóan közel 4 százalékponttal, 6,9 százalékra csökken. A hiánycsökkentés, valamint az intézkedésekkel összefüggésben gyorsuló infláció hatására a lakosság reáljövedelme 2007-ben több mint 4 százalékkal esik vissza, így a lakosság pénzügyi megtakarítása – a fogyasztásmímító viselkedése miatt – 2007-ben várhatóan tovább csökken. A vállalati szektor finanszírozási igénye a keresletcsökkentő fiskális politika miatt mérséklődő jövedelem és az enyhén emelkedő beruházás mellett emelkedhet. Így 2007-ben a külső finanszírozási igény a fiskális keresletszűkítésnél kisebb mértékben, a GDP 1,9 százalékával mérséklődhet. 2008-ban az állam finanszírozási igénye további 2 százalékponttal csökken, ami részben a magánszektor finanszírozási képességének további csökkenésével, részben pedig a külső finanszírozási szükséglet másfél százalékpontos csökkenésével járhat.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a reálgazdasági egyenleg hiánya 2006-ban az alacsony belföldi felhasználás, a jelentős exportnövekedés és a Gripen-bérllet átmeneti hiánynövelő hatásának eredményeként a 2005-ös szinten maradhat. A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya az adósság és a forinthozamok növekedése és a devizafinanszírozás növekvő súlyának együttes hatására enyhén növekedhet. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya összességében 0,3 százalékponttal emelkedhet 2005-höz képest, ami 6,2 milliárd eurós hiánynak felel meg.

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2006 I. félévében a finanszírozás szempontjából meghatározó „alulról számított” külső finanszírozási igény 4 mil-

liárd euro körül alakult, ami meghaladja a féléves GDP 9 százalékát. A teljes finanszírozási igénynek körülbelül harmadát, 1,3 milliárd eurót finanszírozott nem adósságjellegű forrásbeáramlás, ami némileg nagyobb, mint a 2005-ben megfigyelhető, privatizációs bevételekkel korrigált arány. A finanszírozás szerkezetének a befektetői megítélés szempontjából kedvező alakulása azonban elmentes folyamatok eredője és részben egyedi tételekhez köthető. 2006 I. félévében a historikusan magas, 1,9 milliárd eurót kitevő nettó közvetlentőke-beáramlás mellett a portfóliójellegű részvények esetében 0,5 milliárd eurót meghaladó kiáramlást tapasztaltunk.

- A *közvetlentőke-beáramlás* magas értékében meghatározó szerepe volt a MOL gázületágának közel 1 milliárd eurót kitevő értékesítésének. A II. negyedévben azonban – a beruházási aktivitás visszaesésével párhuzamosan – a működőtőke-behozatal csökkent.
- A *portfóliójellegű részvények* esetében a külföldiek részvényállománya 2006 első félévében enyhén emelkedett. A hazai intézményi befektetők azonban a 2005 utolsó negyedévében tapasztalhoz hasonlóan intenzíven, összesen több mint 0,7 milliárd euróval növelték külföldi részvénybefektetéseiket, így a nettó részvénykiáramlás meghaladta a 0,5 milliárd eurót.

Az adóssággeneráló forrásbeáramlásban 2006 I. félévében is jelentős szerepet játszott a bankok külföldi hitelfelvétele, ami a magánszektor továbbra is jelentős mértékű devizahitel-felvételével áll összefüggésben.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2006

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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 <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> 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

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 euro 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 fogyasztásslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84

2004. május

A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamat egyenleg: pénzforgalmi vagy eredmény szemléletű 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 világgpiaci 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 szempontból	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 rögzítettél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkidávása 2004-ben?	76

2005. február*

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

2005. május*

Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének háttérében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96

A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99
2005. augusztus	
Keretes írások	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
Aktuális kérdések:	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
2005. november	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
2006. május	
A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevéseink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
2006. augusztus	
(csak elektronikus formában jelent meg)	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevésai	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23
2006. november	
Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
Feltevéseink	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

Jelentés az infláció alakulásáról

2006. november

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

