



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2007. MÁJUS

Jelentés az infláció alakulásáról

2007. május



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
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 és monetáris politikai szakterületén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági és monetáris politikai szakterület 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, Kiss Gergely, Lőrincz Szabolcs és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Gábrriel Péter, Gál Péter, Hornok Cecília, Horváth Hedvig, Kaponya Éva, Kiss Gergely, Komáromi András, Lovas Zsolt, Lőrincz Szabolcs, Párkányi Balázs, Palotai Dániel, Peresztegi Márton, 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 2007. május 7-i és május 21-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	10
1. Pénzügyi piacok	11
2. Az infláció és meghatározó tényezői	17
2.1. Konjunktúra	19
2.2. Munkapiac	25
2.3. Az infláció alakulása	30
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	33
4. Háttérinformációk és egyensúly	41
4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	43
4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	48
4.3. A külső egyensúly alakulása	54
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2006	57
Függelék	62

Összefoglaló

Fokozatos konszolidáció, az inflációs cél a monetáris politika számára releváns horizonton belül teljesülhet

Májusi jelentésünkben első ízben 2009-re is adunk előrejelzést. Ezt a monetáris politika számára releváns, 5-8 negyedéves horizonton kibontakozó folyamatok tisztább értékelése tette szükségessé. A közel három évre kitekintő prognózisunkban fokozatos konszolidációra számítunk a fiskális kiigazítás közvetlen hatásainak kifutását követően. Alapfeltevéseink érvényessége esetén a fogyasztói infláció 2007 második negyedévéétől csökkenni fog, alap-előrejelzésünkben a monetáris politika számára releváns időhorizonton belül eléri az inflációs célt. A gazdaság az idei évre várt számottevő lassulást követően mérsékelten élénkülhet, de még a horizont végén is a potenciálistól elmaradó ütemben bővül. Mind a fiskális, mind a külső egyensúlyi mutatókban számottevő javulást várunk – döntően az előrejelzési időszak első felében – az eddig meghozott kormányzati intézkedések következményeként.

Lassabb dezinfláció 2008 végéig

Februári előrejelzésünkhöz képest lassabb dezinflációt prognosztizálunk a jövő év végéig. Ennek egyik oka az elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős olajár-emelkedés, amely a gázártámogatás leépítése miatt a korábbi éveknél nagyobb inflációs hatással jár a jövőben. A magasabb infláció irányába mutat továbbá a versenyszféra gyors bérkiáramlása. Az elmúlt hónapok igen magas bérdinamikája – amelynek csak kisebb részét magyarázhatja a kifehéredés – középtávon bizonyosan nem konzisztens az árstabilitással.

E hatásokat az elmúlt hónapokban szigorodó monetáris kondíciók csak részben tudják ellensúlyozni. Mivel értékelésünk szerint a kibocsátási rés várhatóan a teljes előrejelzési horizonton negatív marad, a konjunktúra oldaláról továbbra is dezinflációs hatást érzékelünk.

Termelékenységet jóval meghaladó bérdinamika a szolgáltatászektorban

A szabályozási környezet – a prémiumkifizetések megváltozó szezonalitása, a kifehéredés – hatásainak kiszűrésével számított trendmutatók alapján is markánsan eltér a versenyszektoron belül a feldolgozóipar és a szolgáltatászektor beralakulásának inflációra gyakorolt hatása. A feldolgozóiparban a magas termelékenység összhangban van a megfigyelt bérdinamikával. Ezzel szemben a szolgáltatászektorban a bérek erősödő költségnyomást okoznak, amely rövid távon a vállalati szektor profitját mérsékli. Középtávon az alkalmazkodásnak három fő csatornája az ár- bér-, illetve létszámalkalmazkodás lehet. Az alappályában már rövidebb távon is határozott béralkalmazkodással és enyhe árnyomással számolunk, ezt támasztja ugyanis alá a piaci szolgáltatások tényadatainál megfigyelt mérsékelt áremelkedés az év első hónapjaiban. Mindazonáltal továbbra is figyelemre méltó kockázata van annak, hogy nem csökken az általunk feltételezett mértékben a bérdinamika és így az alkalmazkodás során az alappályában bemutatottnál nagyobb áremelkedésre kerül sor. E kimenet különösen akkor hordoz inflációs kockázatokat, ha az az ár- és bérvárokozások tartós megemelkedésével áll összefüggésben.

Jelentős gazdasági lassulás 2007-ben

A konjunktúrafolyamatok előrejelzésének kiindulópontja az erős külső konjunktúra, és a korábbi várakozásoknál is gyengébb belső kereslet 2006 második félévében. Továbbra is úgy látjuk, hogy 2007-ben a magyar gazdaság jelentősen lassulni fog, elsősorban a lakossági fogyasztás csökkenése miatt. A fiskális intézkedések hatásainak kifutásával a gazdaság mérsékelten élénkülhet, és a növekedésben felerősödik a belföldi komponensek szerepe.

Élénk exportdinamika, fordulópont a beruházásban

Az exportkonjunktúra a kedvező külső környezet hatására – a tavalyi évhez hasonlóan – a következő években is erős marad. Előrejelzésünkben továbbra is a háztartások fogyasztássimító magatartásával számolunk, de mindez a jövedelem – korábbi várakozásainknál mérsékeltebb – idei visszaesése mellett következhet be. A következő években pedig – ahogy a háztartások jövedelmei ismét növekedni kezdenek – a fogyasztásdinamika is erősödni fog.

A beruházások a tavalyi visszaesést követően az idei évtől fokozatosan élénkülhetnek, jelentős növekedésre azonban 2009-ig az EU-források növekvő felhasználása ellenére sem számítunk.

A vártnál alacsonyabb költségvetési hiány 2007–2008-ban, növekvő kockázatok 2009-ben

Az államháztartás eredményszámla (ESA szerinti) hiánya előrejelzésünk szerint mind 2007-ben, mind 2008-ban alacsonyabb lehet Magyarország konvergenciaprogramjában szereplő hiányszintnél. Ezt elsősorban a bevételek várakozásunknál nagyobb növekedése okozza. Alap-előrejelzésünk 2009-ben kevéssel meghaladja a kormányzat célkitűzéseit, összességében közel szimmetrikus kockázatokkal.

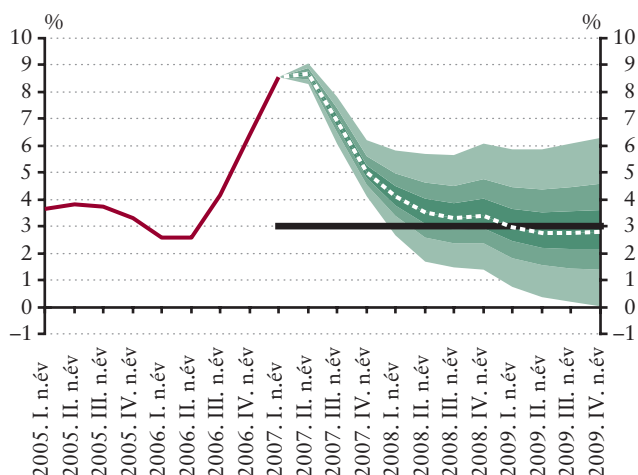
Javuló külső egyensúly

A külső egyensúlyi pozíció a következő években tovább javulhat. Az idei évben a külső finanszírozási igény csökkenése nagyrészt a határozottan csökkenő államháztartási hiányhoz köthető, míg a magánszektor finanszírozási igénye növekedhet a fogyasztássimítás és az élénkülő beruházások nyomán.

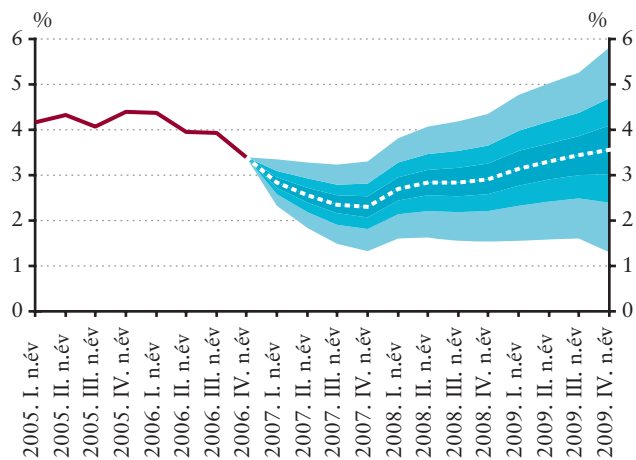
2008–2009-ben már csak kisebb csökkenést várunk a külső finanszírozási igényben. Egyrészt a költségvetési hiány további csökkenésének üteme elmarad az ideitől, másrészt a gazdaság élénkülésével párhuzamosan a vállalati szektor finanszírozási igénye is emelkedhet, és e két hatást csak a növekedésnek induló háztartási megtakarítások ellensúlyozzák.

Felfelé mutató inflációs kockázatok

Összefoglalva elmondható, hogy az alappálya szerint az infláció jelentősebb csökkenése az év második negyedében indulhat meg, s a monetáris politika számára releváns 5-8 negyedéves horizonton belül a célnak megfelelő szintre mérséklődhet az árindex. Az alappálya körül – összhangban korábbi előrejelzéseinkkel – továbbra is jelentős kétirányú, de eredőjében felfelé mutató bizonytalanságot érzékelünk. A magasabb infláció irányába mutató legfontosabb kockázatot a munkapiaci alkalmazkodás jelenti, ha az tartósan magasabb ár- és bér-

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

A GDP-előrejelzés legyezőábrája



várakozásokkal párosul. Alacsonyabb inflációt okozhat, ha számításainknál erősebb lesz a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása, illetve ha a keresleti komponensek nagyobb mértékben esnek vissza. A GDP-előrejelzés körüli kockázateloszlást mindkét évben gyakorlatilag szimmetrikusnak véljük.

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)

	2005	2006	2007	2008	2009
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,2	2,4	5,7	3,4	3,1
Fogyasztóiár-index	3,6	3,9	7,3	3,6	2,8
Gazdasági növekedés**					
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,0	3,8	3,0	2,4	2,4
Fiskális keresleti hatás ²	0,8	0,8	-3,4	-1,6	-0,3
Lakossági fogyasztás	3,8	1,2	-0,8	0,6	1,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,6	-1,8	2,3	4,6	5,9
Belföldi felhasználás**	1,4	0,5	0,0	1,7	3,2
Export	11,6	18,0	15,3	11,8	9,5
Import ^{3,**}	6,8	12,6	12,2	10,7	9,4
GDP ³	4,2 (4,5)*	3,9 (4,0)	2,5	2,8	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya ^{3,**}					
A GDP százalékában	6,8	5,8	4,7	4,4	4,2
Milliárd euróban	6,0	5,2	4,9	4,9	4,9
Külső finanszírozási igény ^{3,**}					
A GDP százalékában	6,0	5,0	3,3	2,3	1,8
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,9	8,7	7,2	6,2	5,0
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság ⁵	0,0	0,6	-0,6	-0,1	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset	6,9	9,5	8,6	7,1	6,3
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,3	1,3	0,0	0,1	0,1
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	2,2	5,8	5,9	4,6	3,2
Lakossági reáljövedelem	3,6***	0,1***	-2,8	2,3	2,3

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 külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló importszám és a folyó fizetésimérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben. ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

* 2005-ben a naptári hatások a GDP-növekedést mintegy 0,2 százalékponttal csökkentették. A növekedés tendenciájának becsléséhez ezzel korrigálni kell az eredeti értékeket; a korrigált értékeket zárójelben tüntettük fel.

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

*** MNB-becslés.

1. Pénzügyi piacok

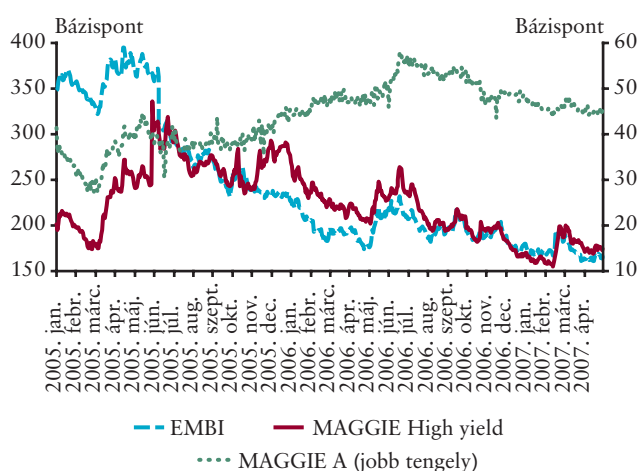




A globális befektetői környezet az elmúlt félévben – átmeneti ingadozásokat leszámítva – historikus összehasonlításban is nagyon kedvezően alakult. A befektetők magas kockázati étvágya mögött továbbra is a fejlett piacokon tapasztalt alacsony kamatszint, a feltörekvő gazdaságok javuló fundamentumaival párosuló dinamikus növekedése és vonzó hozamkörnyezete áll. A globális pénz- és tőkepiacok viszonylagos stabilitásához az is hozzájárult, hogy a fejlett gazdaságokban a lassan szigorodó monetáris kondíciók nem okoztak jelentősebb meglepetést a piacokon, valamint, hogy a globális gazdasági kilátások érdemben nem változtak meg.

1-1. ábra

Kötvény- és hitelindexek



A kockázati étvágyban bekövetkezett negatív sokkoknak azonban számottevő globális hatása volt a félév során. Ezen sokkok forrása elsősorban az amerikai növekedés és az alacsony kamatozású devizákból finanszírozott (japán jen, svájci frank) magas kamatozású devizabefektetési stratégiák (ún. carry trade stratégiák) kilátásainak a romlása volt. Február végén a kínai és az amerikai gazdaság kilátásairól kedvezőtlen hírek jelentek meg, emellett ismét előtérbe kerültek az iráni atomprogram körüli viták. Mindezek következtében a kockázatosabb befektetési eszközökből a biztonságosabbnak tekintett eszközökbe történő tőkeátcsoportosításra került sor.

A részvénypiacokon jelentős korrekció következett be. A fejlett részvénypiaci bizonytalanságot mutató implikált volatilitásjegyzések historikus mélypontról közel megkétszereződtek, és a tavaly májusi pénz- és tőkepiaci turbulencia idején tapasztalt szintek közelébe emelkedtek. A kockázati étvágy hirtelen mérséklődése a devizapiacokon azonban lényegesen kisebb korrekciót okozott, a részvénypiacokhoz képest a devizaárfolyam-volatilitások csak kismértékben emelkedtek. A devizapiacokon is elsősorban a kockázatosabbnak tekintett, magas kamatozású devizák (brazil réal, dél-afrikai rand, török líra) gyengültek érdemben, amire a japán jen árfolyamának

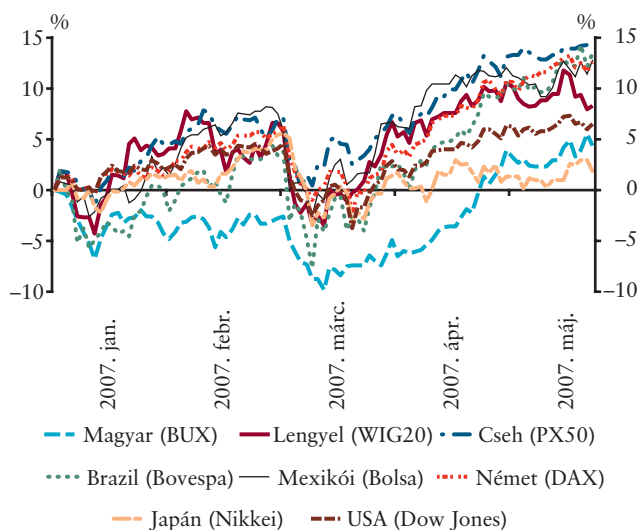
számottevő erősödével együtt a carry trade pozíciók egy részének a zárása utalt.

A pénz- és tőkepiaci korrekció átmenetinek bizonyult, az esz-közárak viszonylag gyorsan, az eladások előtti szintekre emelkedtek vissza. A kockázatos eszközök kamatfelárai ezt követően ismét historikus mélypontra, illetve a közelébe süllyedtek. Összességében a korrekció mérete és előzménye arra utal, hogy a befektetők kockázattürelme hajlandósága a jelenlegi szintek mellett már sérülékeny lehet, és a nagy kockázati étvágy további emelkedésének már korlátozott a tere.

1-2. ábra

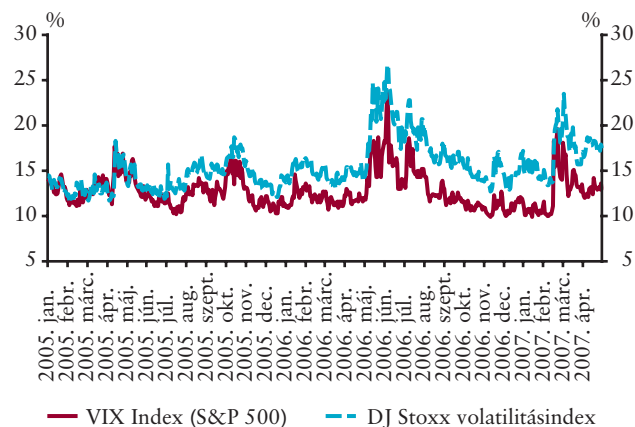
Részvényindexek alakulása

(2007. január 1.=0)



1-3. ábra

Opciók jegyzésekből számított fejlett részvénypiaci volatilitás



A globális gazdasági kilátások ennek ellenére továbbra is kedvezőek. Az elemzők az idei évben is az elmúlt évekre jellemző, közel 5 százalékos világgazdasági növekedésre számítanak. A növekedés régiós összetétele azonban változhat az elmúlt évekhez képest. A pénzügyi piacok szempontjából a leg-

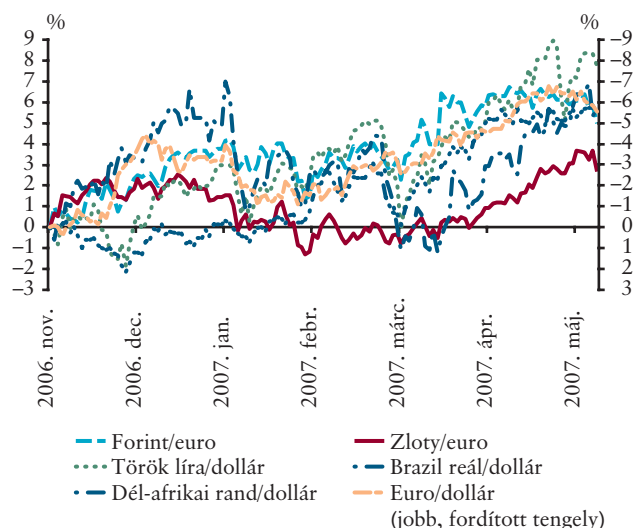
fontosabb változás, hogy az eurozóna növekedése idén várhatóan felzárkózik az amerikaihoz. A piaci szereplők többsége szerint az USA gazdaságának idei növekedése a hosszú távú trendre jellemző ütemnél kismértékben lassabb lehet, míg az eurozóna a várakozások szerint az idén is trend feletti ütemben bővülhet.

A pénzügyi indikátorok az idei évben a Fed részéről már kismértékű monetáris lazítást, míg az EKB részéről a kamatemelési ciklus folytatását jelzik. A valutaövezet növekedésére és az irányadó eurokamatra vonatkozó várakozások folyamatos emelkedése következtében az elmúlt félév során az euro árfolyama jelentősen erősödött a fejlett piaci devizákkal szemben, a jennel és a dollárral szemben is abszolút csúcsra értékeltődött fel.

1-4. ábra

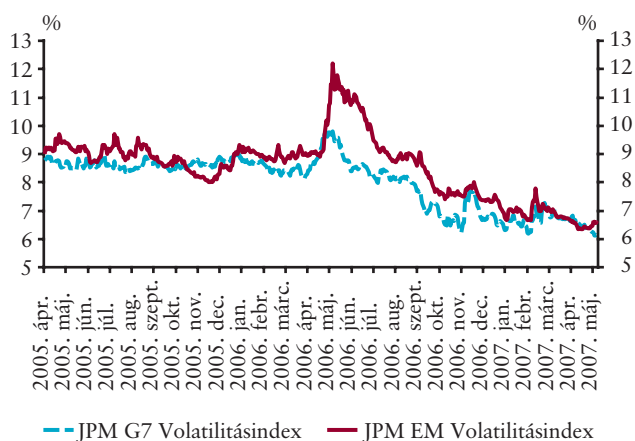
Egyes feltörekvő piaci devizák és az euro/dollár árfolyam alakulása

(2006. november 1.=0)



1-5. ábra

A JP Morgan által számolt fejlett piaci (G7) és feltörekvő piaci (EM) devizaárfolyamok volatilitása



Előretekintve az amerikai makrogazdaság körüli bizonytalanság jelentheti az egyik legnagyobb kockázatot a globális befektetői környezetre nézve. Egyrészt egy vártnál nagyobb mértékű lassulás ismételt a biztonságosabbnak tekintett eszközkategóriákba, alapvetően fejlett piaci állampapírokba történő tőkeátcsoportosítást válthat ki. Ez pedig a részvénypiacok és a magas kamatozású feltörekvő piaci devizák árfolyamaiban számottevő korrekciót okozhat.

Az amerikai inflációs folyamatok ugyan kismértékben javultak az elmúlt félévben, azonban az infláció szintje továbbra is az amerikai jegybank által kívánatosnál magasabb. Ezért másfelől az inflációs folyamatokban esetlegesen bekövetkező kedvezőtlen fordulat a tavaly májusihoz hasonlóan ismételt inflációs félelmeket és kamatemelési várakozásokat válthat ki, ami viszont a hozamelőny szűkülése miatt érinthetné negatívan a feltörekvő piaci eszközárakat.

Össességében a piaci szereplők kedvező globális befektetői környezetre és dinamikus világgazdasági növekedésre, valamint a jelenleg fennálló egyensúlytalanságok fokozatos mérséklődésére számítanak. A kockázatosabb eszközök árai alapján azonban úgy tűnik, hogy a befektetők ezen eszközök iránti kereslete historikus összehasonlításban is magas szintre emelkedett, ezért a befektetők kockázati étvágya igen érzékenyen reagálhat a kedvezőtlen gazdasági, illetve geopolitikai hírekre.

A kedvező külső környezetben november végétől kezdődően fordulat következett be a magyar eszközök befektetői megítélésében. A forint árfolyama a november végi 260 forint/euro körüli szintekről áprilisra tartósan 245-250 forint/euro közötti szintekre értékelődött fel. A globálisan kedvező befektetői környezet mellett a magyar makrogazdasági folyamatok számottevő mértékben hozzájárultak a forint erősödéséhez és Magyarország kedvezőbb befektetői megítéléséhez.

Az elmúlt félév során a magyar makrogazdasági egyensúlymutatókban pozitív fordulat következett be. A 2006. évi negyedik negyedéves folyó fizetésimérleg-hiány az elemzői várakozásoknál kedvezőbben alakult, emellett a 2006. évi, valamint a 2007. évi első négy havi államháztartáshiány-számok rendre a Pénzügyminisztérium prognózisánál kedvezőbben alakultak. Össességében a befektetőkben megerősítést nyert az a kép, mely szerint a gazdaság a jelentős belső és külső egyensúlytalanságokat kiigazító pályára állt rá. Ezzel párhuzamosan az infláció elmúlt féléves emelkedése körüli bizonytalanság fokozatos mérséklődése, és annak lényegében a jegybank és a piaci szereplők várakozásainak megfelelő alakulása a forint felértékelődésével együtt a kamatcsökkentési várakozások erősödéséhez vezetett a félév során. A hozamgörbe alapján a befektetők november végén még 2007 végére 7,5 százalékos, 2008 végére pedig 7 százalékos alapkamatot vártak, ez május

közepére 2007 végére vonatkozóan 6,75 százalékra, míg 2008 végére vonatkozóan 6,5 százalékra csökkent.

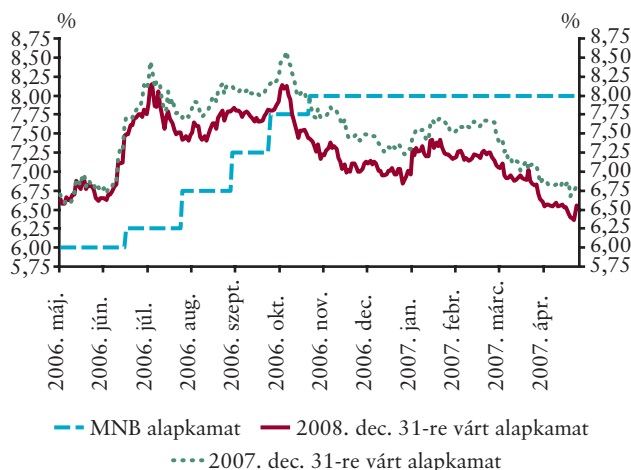
1-6. ábra

Forint/euro árfolyam



1-7. ábra

A jegybanksi alapkamat és a hozamgörbéből 2007, illetve 2008 végére becsülhető várt alapkamat



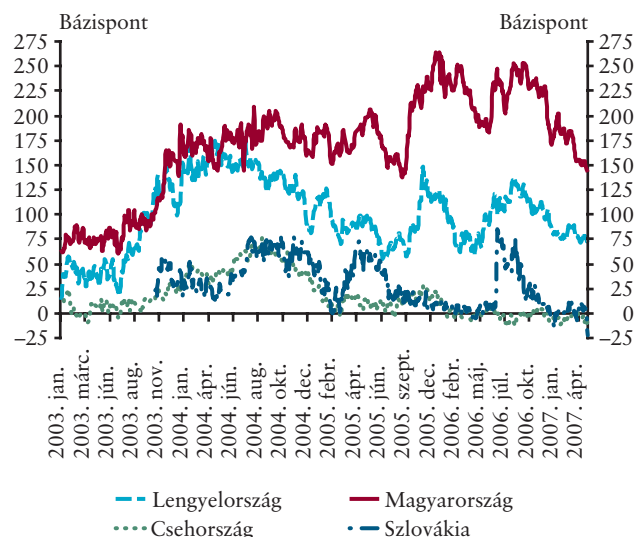
Az elmúlt év végén és az idei év első hónapjaiban a belpolitikai bizonytalanságok enyhülése és a hitelminősítő intézetek lépései nyomán az árfolyam 251–259 forint/euro között stabilizálódott. A S&P hitelminősítő negatívról stabilra javította a magyar adósság kilátásait, míg a Moody's A1-ről A2-re rontotta az államadósság besorolását. Utóbbi esetben azonban a leminősítés mértéke elmaradt a piaci várakozásoktól, ezért összességében pozitív hatása volt a piacokon.

Mindazonáltal ebben az időszakban a befektetők óvatosságára utalt, hogy a hosszabb lejáratú forintbefektetésektől elvárt prémium nem mérséklődött számottevően. A piacok kivárá álláspontja helyreállt, mivel akkor még nem látszottak a makrogazdasági kiigazításnak az első számszerű eredményei és az infláció emelkedésének mértékében is jelentős volt a bizonytalanság. A befektetők kockázatos eszközök iránti keres-

letében február végén bekövetkezett negatív sokk azonban csak kismértékben és átmenetileg gyengítette a hazai eszközárakat. Ez egyrészt a régióval szembeni kedvező befektetői hangulattal, másrészt a magyar makrogazdaság javuló megítélésével volt magyarázható.

1-8. ábra

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



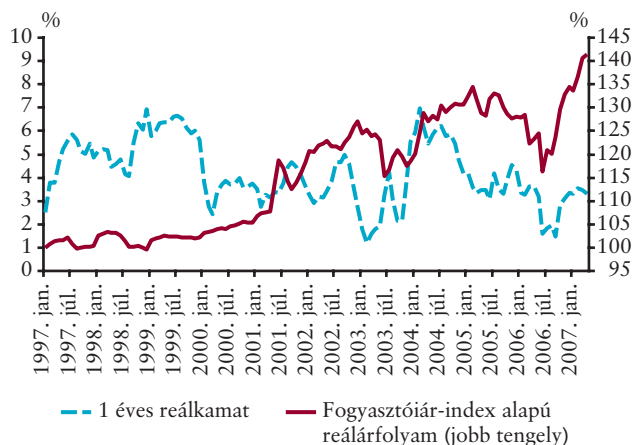
A forintbefektetések iránti kereslet március elején viszonylag gyorsan ismét emelkedésnek indult. Az árfolyam erősödésének az irányába hatott, hogy a hosszabb lejáratú forintbefektetésektől elvárt prémium márciusban jelentősen mérséklődött. Az alacsonyabb prémium áprilisban stabilizálódott, ami arra utal, hogy a befektetők megítélése szerint a makrogazdasági kiigazítás fenntarthatósága és ezáltal a forinteszközök megítélése az elmúlt év novemberéhez képest érdemben javult. A felár régióhoz viszonyított magas szintje azonban továbbra is azt tükrözi, hogy a magyar konvergenciafolyamatot középtávon számottevő bizonytalanság övezi.

Emellett a szlovák árfolyamsáv erős irányba történő eltolása is a forint ismételt erősödéséhez, és az azt megelőző hónapokra jellemző 251–259 forint/eurós sávból történő kitöréshez vezetett. A piaci szereplők körében ezekben a napokban a magyar árfolyamsáv esetleges eltörlésével kapcsolatos találgatások láttak napvilágot. Piaci információk szerint a régiós befektetők többsége nem számított a szlovák sáveltörlésre, ezért a magyar árfolyamsáv eltörléséről szóló piaci szóbeszéd hatására több szereplő is a magyar sáveltörlésre spekuláló pozíciót vett fel. Ennek következtében az árfolyam egészen 245 forint/euróig értékelődött fel. Március hónapban a külföldi szereplők forint melletti pozíciója közel 400 milliárd forinttal nőtt, állampapír-állományuk pedig historikus csúcsra emelkedett.

A jegybank az elmúlt félév során végig változatlanul, 8 százalékon tartotta irányadó kamatát, ami megfelelt a piaci várakozásoknak. Ugyanakkor a piaci szereplők a forint felértékelődésével és az inflációs folyamatok vártnak megfelelő alakulásával párhuzamosan lényegében folyamatosan mérsékeltek az év végi alapkamatra vonatkozó várakozásukat. A Reuters-felmérés alapján pedig hónapról hónapra egyre kevesebb elemző számított további kamatemelésre, valamint az első kamatcsökkentésre vonatkozó várakozások is időben fokozatosan egyre előbbre tolódtak. A monetáris kondíciók jelentős részben a nominális árfolyam felértékelődésének következtében tovább szigorodtak az elmúlt félév során. Az egyéves előrettekintő reálkamat azonban a rövid lejáratú hozamok mérséklődése miatt már kismértékben csökkent az elmúlt hónapokban, a reálkamat szintje ugyanakkor megegyezik az elmúlt évekre jellemző 3-4 százalékos értékkel.

1-9. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



2. Az infláció és meghatározó tényezői



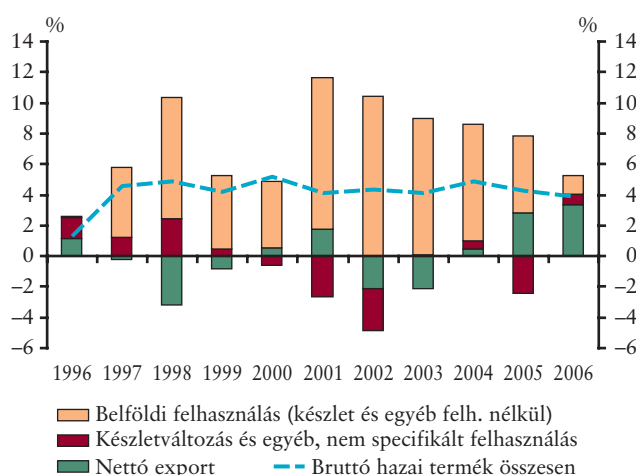


2.1. Konjunktúra

2006-ban a gazdasági növekedés a korábbi évek átlagához közelebbi, 3,9 százalékos (naptári hatások kiszűrésével 4,0 százalékos) volt.¹ A GDP dinamikájának évközi lefutását azonban a fiskális kiigazítás nyomán jelentkező lassulás jellemezte, és a növekedés összetételében fokozódó kettősséget figyelhettünk meg. A belső kereslet a tavaly vártnál kevésbé dinamikus, míg a nettó export – a vártnál élénkebb külső konjunktúra nyomán – kedvezőbben alakult. A fogyasztás a lendületes bér-dinamika ellenére mérséklődött, a beruházások a kedvező exportfeltételek ellenére visszaestek, míg a kormányzati szektor lanyha kereslete a választási év tükrében volt várakozások alatti. A nettó export historikusan magas növekedési hozzájárulását a kedvező nemzetközi konjunktúra által vezérelt exportbővülés, valamint a belső kereslet lassulása által visszafogott importnövekedés együttesen eredményezte.

2-1. ábra

A reál-GDP tételeinek növekedési hozzájárulása

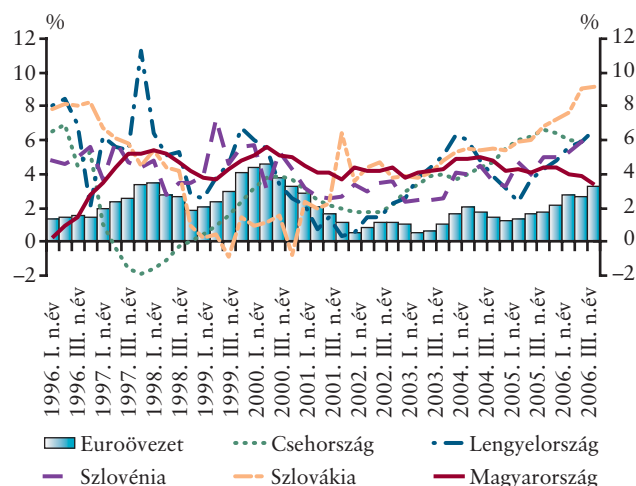


A kedvezőtlen hazai folyamatokat azonban jó külpiaci teljesítményünk sem tudta ellensúlyozni. Az év második felétől a régióhoz képest gazdasági növekedésünk fokozatos lassulása rajzolódik ki, az euroövezet gazdasági növekedéséhez viszonyított előnyünk pedig eltűnt.

Emellett az utóbbi két évben – főként az importált energia-árak emelkedése miatti cserearányromlás következtében – a

2-2. ábra

Gazdasági növekedés Kelet-Közép-Európa országáiban*

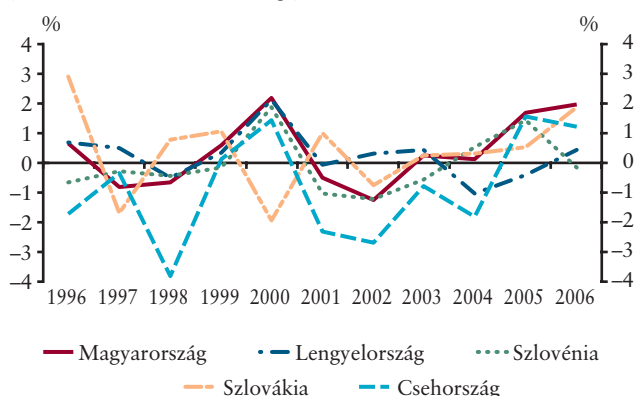


*A reál-GDP éves volumenindexei.

bruttó hazai reáljövedelem (RGDI) kevésbé nőtt, mint a változatlan áron mért bruttó hazai termék (reál-GDP).² Ez a különbség mind a korábban tapasztaltakhoz, mind a régió országaihoz képest kimagaslónak tekinthető, és szerepet játszhatott abban, hogy historikusan alacsony volt a belső felhasználásnak a GDP növekedéséhez viszonyított emelkedése.

2-3. ábra

A GDP és a GDI különbségének alakulása a régióban (éves volumenindexek különbsége)



¹ A jelentés információs halmazának lezárása után érkezett be a KSH 2007 első negyedévi GDP-gyorsbecslése, ami az idei év első három hónapjára 2,9 százalékos (a naptári hatásoktól szűrve 3,0 százalékos) növekedést mutat az előző év azonos időszakához képest. Az adat – figyelembe véve a becslés bizonytalanságát – megfelelő előzetes várakozásainknak, így – egyelőre részletes információk híján – a magyar gazdaság általános konjunkturális helyzetéről kialakított képünket érdemben nem változtatja meg.

² A GDI számítása a következő képlettel történik:

$$GDI^{real} = GDP^{real} + \{(X - M) / [(P_x + P_m) / 2] - (X / P_x - M / P_m)\},$$

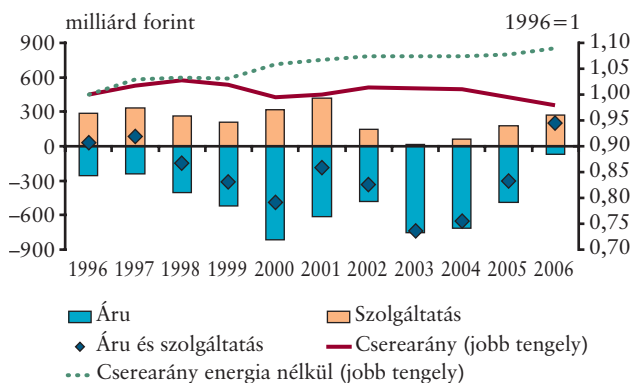
ahol X és M az export és import folyóáron, P_x és P_m pedig az export és import deflátorai. A GDP-nek a GDI-t meghaladó növekedése arra utal, hogy reálértelemben kisebb jövedelemnövekedés történt a hazai gazdasági szereplőknél, mint amit a GDP-növekedés mutat.

Exportteljesítményünk dinamikus, de vajon mennyire fenntartható?

A vártnál kedvezőbb külső kereslet következtében exportunk a várakozásoknál gyorsabban növekedett. Ezzel párhuzamosan az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének egyenlege – sok év óta először – ismét pozitív lett.

2-4. ábra

Az áruk és szolgáltatások külkereskedelmének folyó áras egyenlege és a cserearány alakulása

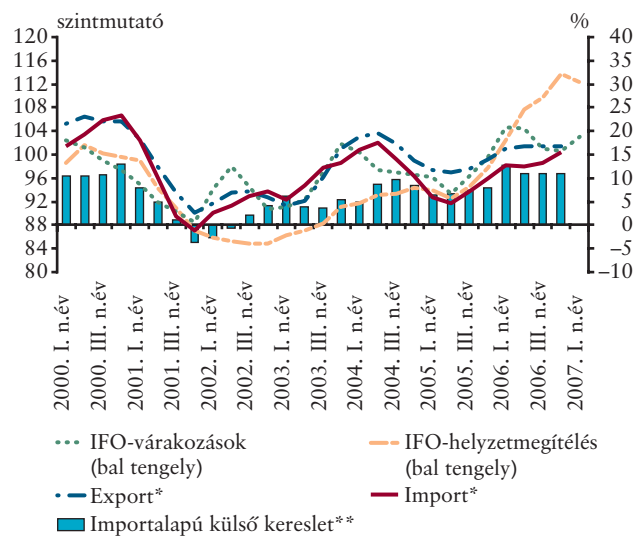


Az egyenlegjavulás annak ellenére következett be, hogy az importált energia drágulása miatt romlott a cserearányunk, mivel az exportvolumen az importvolumen jelentősen meghaladó mértékben nőtt. Ez azonban nem kizárólag az exportszektor hatékonyságát tükrözi: az egyenlegjavulást a lanya belső kereslet miatt csökkenő importkereslet is támogatja.³

A kedvező exportteljesítményt elsősorban a német gazdaság és a vele szoros kapcsolatban álló partnerek vártnál lendületesebb importigényének köszönhetjük. A német vállalatvezetők helyzetértékelését és várakozását tükröző bizalmi indexek (pl. IFO) hosszú ideje historikusan magas szinten vannak.

2-5. ábra

Az áruforgalmi export és import, az importalapú külső kereslet és az IFO bizalmi indexek alakulása



* Trendekből számított éves volumenindexek.

** Éves volumenindex.

Ennek megfelelően a 2007 eleji külkereskedelmi adatok is a robusztus exportnövekedés folytatódását jelzik. Ugyanakkor a friss adatokból már az import dinamikája is erősödni látszik, ami az áruforgalmi egyenleg javuló trendjének megtorpanását vetítheti előre.

Ha jó exportteljesítményünk fenntarthatóságát kívánjuk megítélni, érdemes hosszabb távra visszatekinteni és összevetni azt a régió országainak külpiaci teljesítményével. Az ezzel kapcsolatos vizsgálataink kérdőjeleket vetnek fel a magyar export versenyképességével kapcsolatban: míg az ezredforduló óta a volumenben mért piaci részesedésünk a versenytársakéhoz hasonlóan kedvezően alakult, relatív exportáraink értékében csökkentek (lásd az alábbi keretes írást).

2-1. keretes írás: Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?

Az utóbbi két évben a kedvező európai konjunktúrához kapcsolódva a visegrádi négyek exportteljesítménye igen kedvezően alakult. 2006 végén – 2007 elején az áruk és szolgáltatások exportvolumenének növekedése a régióban átlagosan 20 százalékos szintre gyorsult. Ezen belül is a magyar exportnövekedés a szlovákiai után a második leggyorsabbnak bizonyult. Hosszabb időhorizontot tekintve a dinamikus exportbővülést a kedvező konjunktúracikluson túl az új piacokra történő nyitás is elősegítette. A régióban általában jellemző volt az EU25 piacon kívüli áruforgalmi értékesítések erőteljes felfutása, azaz az exportértékesítések

részleges átrendeződése a relatíve lassan növekvő nyugat-európai piacokról az EU25-ön kívüli, főként kelet-európai piacokra.

Az EU25-ön kívüli piacokra való átrendeződés legerősebben a magyar áruexport esetében volt megfigyelhető. Míg a teljes magyar exportvolumen 2000 és 2006 között a versenytársakéhoz hasonló mértékben nőtt, az EU25 piacon a leglassabban, azon kívül pedig a leggyorsabban bővült. E jelenség összhangban van a régió külkereskedelmi integrációjával foglalkozó korábbi tanulmányok következtetéseivel, miszerint Magyarország EU15-

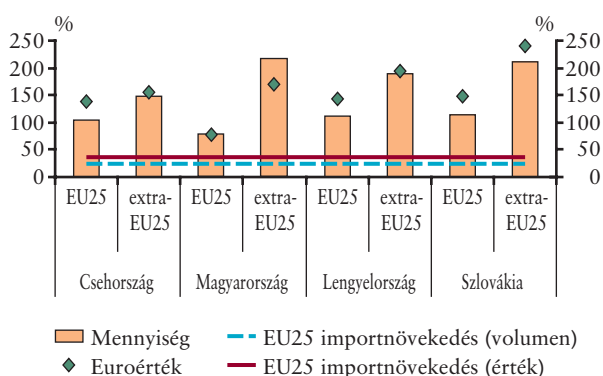
³ Ugyanakkor fontos megjegyeznünk, hogy a 2004 óta folyamatosan javuló külkereskedelmi egyenleg megítélését árnyalják az import alulbecslésével, valamint az export felülbecslésével kapcsolatos módszertani problémák, amelyek a GDP 2-3 százalékanak megfelelő tételek elszámolását teszik bizonytalanná. A problémáról részletesen a 2005. augusztusi inflációs jelentés II-1. és IV-5. keretes írsaiban szoltunk.

tel vett külkereskedelmi integrációja – a többi régiós országgal ellentétben – már az ezredfordulón megközelítette az egyensúlyi szintjét, aminek következménye lehet az EU-piacon lassuló magyar exportdinamika.*

2-6. ábra

Az áruexport növekedése a régióban 2000 és 2006 között

(százalékos növekedés az euroértékben és a volumenben)



Adatok forrása: Eurostat.

Az összességében kedvezőnek tűnő regionális teljesítmények részletesebb vizsgálatai alapján azonban a három versenytársától részben eltérő magyarországi tendenciákat is megfigyelhetünk, melyek akár a jó magyar exportteljesítmény fenntarthatóságának kérdését is felvetik. A dinamikus volumenbővüléssel ellentétben ugyanis a magyar folyó-áras exportértékesítések kedvezőtlen képet festenek. Európában mérve 2000 és 2006 között a magyar exportbővülés a régióban a leglassabb volt, ami azt jelenti, hogy csökkentek a versenytársakhoz képest vett relatív exportárak. Miközben a régió másik három országában az exportárindexek emelkedtek, a magyar export egységértéke az EU25 piacán stagnált, az EU25-ön kívül pedig csökkent.

Ezen a ponton fontos figyelembe venni, hogy az export-egységértékindex változásai egyszerre tükrözhetik egy adott termékstruktúrára vonatkozóan az általános felvevőpiaci ártendenciákat, illetve az ország exporttermékszerkezetének magasabb egységértékű termékek irányába való átrendeződését. A külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek világpiaci árai általában elmondható, hogy a vizsgált időszakban – főleg az erősödő globalizációs nyomás hatására – csökkenő tendenciát mutatnak. Ez alapján nem meglepő a magyar exportárak alakulása sem. A világpiaci ár-csökkenés azonban különböző mértékben érintette az egyes terméktípusokat. Míg Magyarország döntően az árcsökkenéssel jellemezhető termékekre specializálódott (irodagépek és telekommunikációs eszközök), addig a többi régióbeli ország termékszerkezetében valamivel nagyobb súllyal szerepeltek emelkedő árú termékek (pl. gépjárművek).

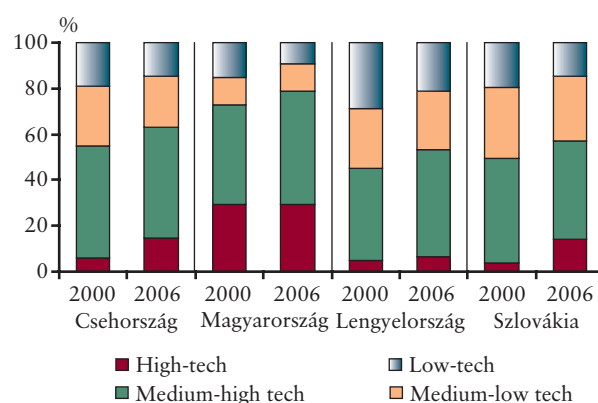
Ezen túl a magyar relatív exportárak csökkenésének irányába hathatott

az is, hogy a régióbeli országok termékszerkezete nagyobb mértékben rendeződött át egy fejlettebb termékstruktúra (azaz magasabb egységértékű termékek) irányába. Régióbeli versenytársaink export-termékszerkezetének vizsgálata megerősíti, hogy részben ez az összetételhatás állhat a megfigyelt relatív exportár-tendenciák mögött. 2000 és 2006 között versenytársaink termékszerkezete magasabb technológiájú termékek irányába mozdult el, és különösen Csehországban és Szlovákiában jelentősen nőtt a csúcstechnológiájú (high-tech) exportcikk aránya. Ezzel szemben a magyar termékszerkezet fejlődése – részben azért, mert a régió belül eleve a legfejlettebb szintről indult – a legmagasabb technológiát képező szegmensben megtorpant.

2-7. ábra

A régió országainak exportszerkezeti változása technológiai fejlettség szerint

(megoszlás a teljes exportértékesítés euroértékének százalékában)



Adatok forrása: Eurostat, Comext-adatbázis. Technológiai besorolás az OECD klasszifikációját követve.

A fenti jelenségek a magyar exportteljesítmény fenntarthatóságával kapcsolatban többféle üzenetet is hordozhatnak. Megnyugtató hír lehet, hogy a regionális összehasonlításban kedvező magyar volumen- és kedvezőtlen folyó áras exportnövekedések közötti eltérés (azaz a csökkenő magyar relatív exportár) nagyrészt általános világgazdasági tendenciákra vezethető vissza, illetve abból adódik, hogy a régió többi országában most folyik az exportszektorban az a technológiai felzárkózása, ami a magyar gazdaság esetében már az ezredforduló előtt lezajlott. Mindezzel együtt a magyar exportszerkezet 2006-ban is a régió legfejlettebbje maradt, és rugalmas alkalmazkodást mutatott az EU25-ön kívüli értékesítési lehetőségek kiaknázásában is.

Ugyanakkor a bemutatott jelenségek kétségeket is felvethetnek a magyar exportszektor jövőjét illetően. Figyelemre méltó, hogy a csúcstechnológiai export részarányának növekedése az utóbbi hat évben megtorpant. Bár a magyar export termékszerkezetének fejlettségét tekintve nemzetközi viszonylatban is jónak tekinthető, egyes fejlett gazdaságok (így leginkább Írország) példája alapján elméleti-

* Lásd: Jakab–Kovács–Oszlay: Hová tart a külkereskedelmi integráció?, *MNB-füzetek 2000/1.*, illetve Bussiere et al.: Trade Integration of Central and Eastern European Countries. Lessons from a Gravity Model, *ECB Working Paper No. 545*.

leg lehetne tere további fejlődésnek.⁵ Továbbá a regionális tendenciák arra mutatnak, hogy a jövőben hagyományos felvevőpiacainkon egyre nagyobb versenyre számíthatunk a termékszerkezetben felzárkózó régióbeli országok részéről. Bár az EU25-ön belüli piacokról részben átrendeizhetjük értékesítésünket az EU25-ön kívülre, az eddigi ta-

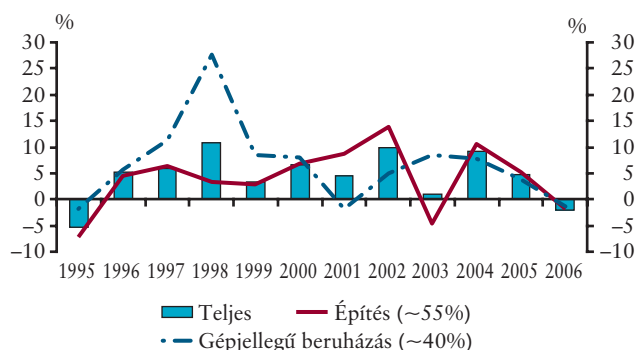
paszlatokat azt mutatják, hogy az EU-n kívüli piacok inkább az alacsonyabb egységértékű (azaz vélhetően alacsonyabb technológiájú és minőségű) exporttermékek számára jelentenek felvevőkapacitást, s így kedvezőtlen irányba befolyásolhatják a magyar export termék-összetételét.

Beruházások: átmeneti vagy tartós visszaesés?

2006-ban visszaesett a beruházási aktivitás volumene, amire több mint 10 éve nem volt példa hazánkban. A visszaesés már a második negyedévben, a fiskális kiigazítás bejelentése előtt megkezdődött, és széles körben megfigyelhető volt. A beruházási javak két fő komponense, az építési és gépjellegű beruházások egyszerre csökkentek, továbbá a szektorális megoszlásokra vonatkozó becslések is visszaesést mutatnak a vállalati és a lakossági körben, és jelentős lassulás látszik az állami körben.

2-8. ábra

A nemzetgazdasági beruházások és főbb összetevőinek éves volumenváltozása*



* Zárójelben feltüntetettük a gép- és építési beruházások átlagos részesedését a teljes nemzetgazdasági beruházásokból. A 2006-os éves adatok a negyedévek súlyozott átlagaként adódnak.

A fiskális kiigazítás nyomán várhatóan lassuló belső kereslettel összhangban áll a hazai konjunktúra által meghatározott, elsősorban szolgáltató tevékenységet végző vállalati kör alacsony beruházási aktivitása. A lakossági beruházások visszaesését a fiskális szigorítás miatt csökkenő aktuális és jövőben várt jövedelmek mellett az általános lakáspiaci dekonjunktúra határozza meg. Az állami körbe sorolható ágazatok gyenge beruházási aktivitása pedig a fiskális kiadások visszafogásának közvetlen következménye.

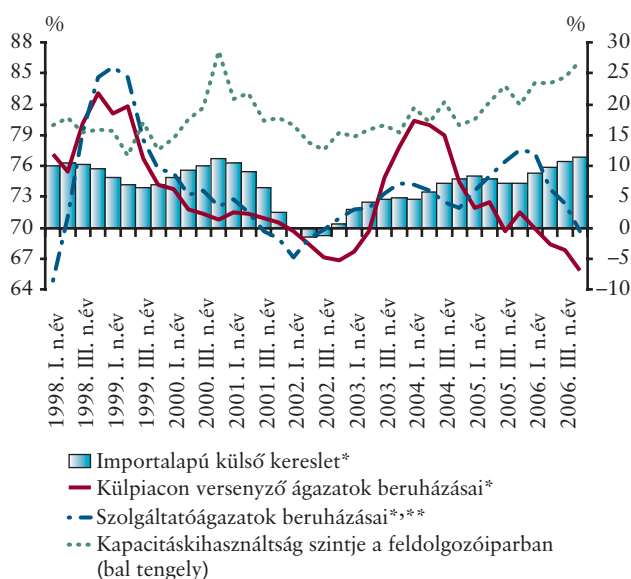
A főként a külső kereslet által befolyásolt feldolgozóipari vállalatok visszaeső beruházási hajlandósága azonban a kedvező külső konjunktúra tükrében meglepő. A mostani lendületes kon-

junktúrát sokáig a ténylegesnél gyengébbnek és kevésbé tartós-nak ítélték a gazdasági szereplők, ezért a vállalatok a beruházások növelése helyett inkább kapacitáskihasználtságuk szintjét növelték. Ez a jelenség a régió többi országában is és exportpiacainkon is megfigyelhető volt. Náluk azonban – az egyre javuló konjunktúráis képpel összhangban – az utóbbi negyedévekben megindult a beruházási dinamika felfutása, míg hazánkban ezzel ellenkező irányú tendencia látszik, mind a teljes beruházások terén, mind a feldolgozóipari vállalati körben.

A lanya beruházási kedvvel összecseng, hogy az utóbbi években a versenyképességi rangsorokban folyamatosan lecsúsztunk a régió országaihoz képest.⁶ Ezen túl a kiigazítás előtti fenntarthatatlan fiskális pálya és annak sokáig nem ismert korrekciója jelentős bizonytalanságot okozott a vállalatok tervezésénél. A fiskális kiigazítás csökkentette ezt a bizonytalanságot, ám rövid távon mindenképpen növelte a vállalatok terheit. Eme hatások eredője – az eddigi adatok tanulsága szerint

2-9. ábra

A külpiacon versenyző ágazatok beruházásai és kapacitáskihasználtságuk, a külső kereslet, valamint a szolgáltatóágazatok beruházásai



* Éves átlagos volumenindexek.

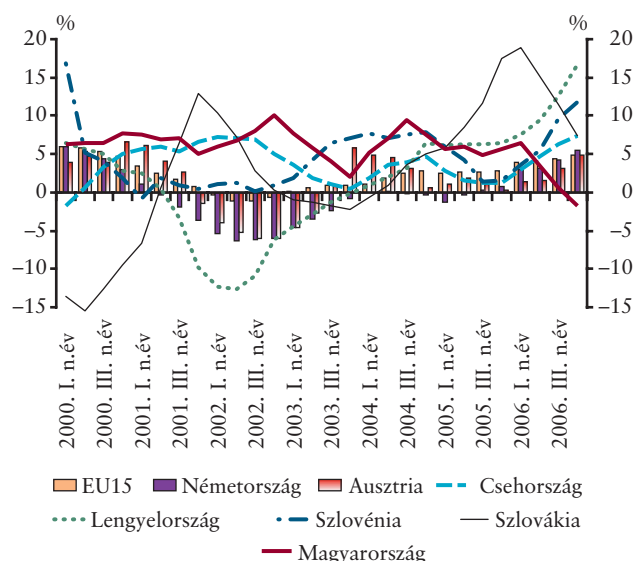
** Szállítási, telekommunikációs és energetikai ágazatok nélkül.

⁵ Lásd: OECD Science, Technology and Industry Scoreboard, 2005.

⁶ Lásd a 2006. decemberi „Elemzés a konvergenciafolyamatokról” című kiadványunkat.

2-10. ábra

A bruttó állóeszköz-felhalmozás éves átlagos volumenindexei a régió országaiban és főbb exportpiacainkon



– összességében kedvezőtlenül hatott a vállalati kapacitások bővítésére.

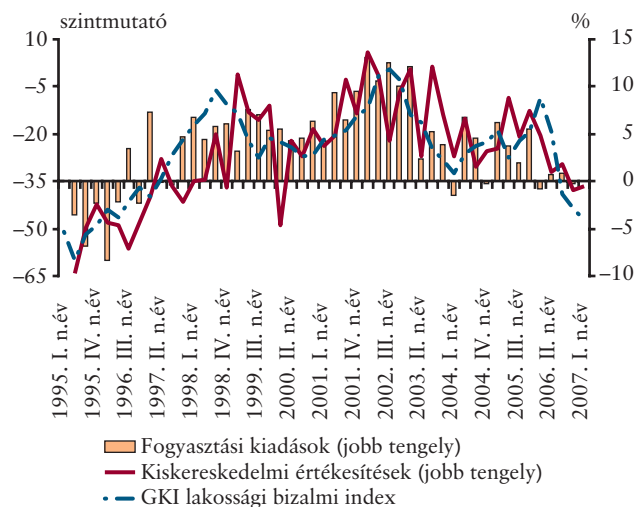
A 2007. év eleji adatok azonban a beruházási indikátorok dinamikájának erősödését mutatják: gyorsul az építőipari termelés és a gépipport⁷, valamint a lakásépítési engedélyek csökkenő trendje is megfordulni látszik. Ezek a tényezők, valamint a historikusan magas kapacitáskihasználtság enyhe csökkenése és a továbbra is kedvező külső környezet együttesen némi korrekcióra utalhatnak a beruházásokban, ám a dinamika mértéke előrettekintve – a vállalati terhek növekedése és a versenyképességünk romlására utaló jelek miatt – a korábban tapasztalt konjunktúráknál valószínűleg kisebb lesz.

Lakossági fogyasztás: lassulás, de milyen mértékű?

Fokozatos lassulás jellemezte a háztartások fogyasztási kiadásainak alakulását a tavalyi évben, amely összességében a korábbi éveknél lényegesen kisebb mértékben, 1,5 százalékkal bővült. Ugyanakkor ezen lassulás időzítésének, illetve mértékének pontos megítélését néhány módszertani probléma⁸ nehezíti. Ezért érdemes a lakossági keresletet több indikátor (kiskereskedelmi értékesítések, bizalmi indikátorok stb.) együttesen keresztül megítélni. Ez alapján a fogyasztási dinamika lassulását döntően az elmúlt év második felére tehetjük, aminek oka részben a

2-11. ábra

A fogyasztás és indikátorai*



* A fogyasztási kiadás és a kiskereskedelmi forgalom indexei szezonálisan igazított adatokból számított, évesített negyedéves százalékos változások.

jövedelemkilátások számottevő romlása, részben pedig a reáljövedelmek – az adó- és járulékelések és az év végén felpörgő infláció hatására történő – jelentős lemorzsolódása lehetett.

A kiskereskedelmi értékesítések lassuló dinamikája mind a tartós, mind a nem tartós cikkek körében megfigyelhető volt, összhangban a fogyasztói bizalmi indexnek az időszakban megfigyelt meredek csökkenésével. A nem tartós cikkek forgalmának lassulása kicsit később, a tavalyi év második felében indult meg, alátámasztva azt a nézetet, hogy e cikkek kereslete szorosabban kapcsolódik a reáljövedelmek tényleges alakulásához.

Ugyanakkor az a tény, hogy a lakossági reáljövedelmek csökkenése már a tavalyi év közepétől megindult és a fogyasztási kiadások ugyan mérsékelten, de továbbra is növekedtek, a lakosság fogyasztásmintái viselkedésére utal. Ezt támasztja alá, hogy a lakosság továbbra is növelte hitelfelvételét, míg pénzügyi követeléseinek állománya csökkent.

A lakossági és vállalati szektor viselkedésén túl az is hozzájárult még a belső kereslet lassulásához, hogy – ellentétben a korábbi választási ciklusokban tapasztaltakkal – 2006-ban csökkentek a kormányzat fogyasztási kiadásai, ami mind a természetbeni transzferok esetében, mind a közösségi fogyasztás esetében tetten érhető volt.⁹

⁷ A gépek és szállítóeszközök dinamikus importját nem magyarázzák pusztán az állami döntések során jelentkező, egyedi tételek beszerzései (pl. Combino villamosok és Gripen harci repülőgépek), ezen tételek nélkül is lendületes a gépipport.

⁸ Megítélésünk szerint a háztartások 2006. évi jövedelmeinek keletkezése és felhasználása között jelenleg nem megmagyarázható mértékű elnyílást tapasztalhatunk. Ez az eltérés részben a gazdaság kifehéredésével, részben magasabb, a nemzeti számlák statisztikában még közvetlenül meg nem figyelt (tipikusan import-) fogyasztással vagy megtakarítással magyarázható. Az előbbi hipotézist csak a szintén később megfigyelhető egyéb jövedelmek csökkenése erősítheti meg, az utóbbira pedig főleg a szokatlanul nagy mértékű lakossági valutavásárlás utal.

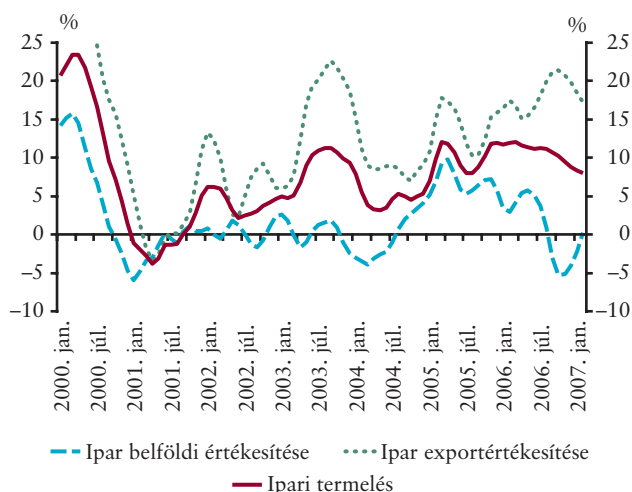
⁹ A csökkenés igen jelentős volt, a közösségi fogyasztás tételénél meghaladta az öt százalékot, ami közel duplája volt annak, mint amire februárban számítottunk.

Kibocsátás: fokozódó divergencia a hazai és a külső kereslet által meghatározott iparágak között

Csakúgy, mint a GDP felhasználási oldalán, a termelési oldalon is a növekedés kettőssége figyelhető meg. Az exportorientált ipari ágazatokban lendületes a termelés és a hozzáadott érték bővülése, míg a belföldre termelő és szolgáltatóágazatokban a növekedési ütemek lassulása tapasztalható. Az ipari exportértékesítések magas dinamikai összhangban állnak az erős exporttal és a magas kapacitáskihasználtsággal, valamint a fő exportőr ágazatokban (főként a gépiparban) a foglalkoztatás, illetve a ledolgozott munkaóra növekedésével.

2-12. ábra

Az ipari termelés és értékesítés trendjéből számított évesített havi volumenindexek



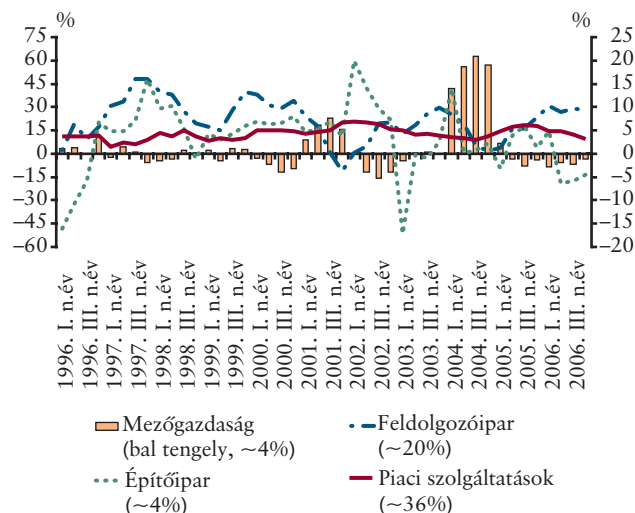
A hozzáadott érték alakulását tekintve is fő exportszektorunk, a feldolgozóipar mutatja a legdinamikusabb növekedést. A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke ugyanakkor a historikus átlag közeli ütemben nőtt, majd az év vége felé fokozatosan lassuló dinamikát mutatott. Az építőipar és a mezőgazdaság hozzáadott értékében egyaránt csökkenés következett be a megelőző évhez képest. Az építőipari visszaesés elsősorban az építési jellegű (ingatlan- és infrastrukturális) beruházások csökkenésével áll kapcsolatban, míg a mezőgazdaság visszaesése a 2004-es kimagasló termelésnövekedés óta tartó korrekció folytatódását jelzi.

A növekedés duális jellege a hazai és külföldi piacokra termelő szektorok eltérő termelékenységi dinamikájában is tetten érhető. A feldolgozóipari és a szolgáltatás szektor munkatermelékenység-növekedése közti különbség ugyanis az elmúlt időszakban fokozódott és 2006 egészében viszonylag magas

volt. Ennek oka, hogy míg a munkaerő-felhasználás a szolgáltatás szektorban nőtt, a feldolgozóiparban kissé csökkent majd 2007 elején megtorpant, a hozzáadott értékek dinamikája ezzel ellentétes volt.

2-13. ábra

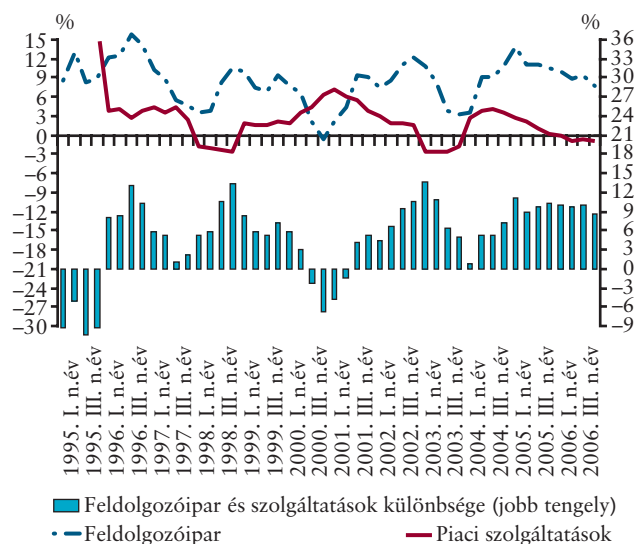
A főbb ágazatcsoportok hozzáadott értékének alakulása*



* Szélesítésen igazított adatokból számított éves volumenindexek. Zárójelben feltüntetjük az egyes ágazatcsoportoknak az utóbbi években tapasztalt átlagos GDP-arányát.

2-14. ábra

A munkatermelékenység éves változása a feldolgozóiparban és a szolgáltatások körében*



* A reál hozzáadott érték és a felhasznált munkaerő hányadosának éves változása.

2.2. Munkapiac

Az utóbbi három-négy hónap adatai alapján az aktivitásban és a munkanélküliségben nem várt fordulópontra látszik bekövetkezni: bár a foglalkoztatás – előrejelzéseinknek megfelelően – stagnál, az aktivitás, és az előzőleg nagy volatilitású munkanélküliség csökkenni kezdett. A szezonálisan igazított adatok szerint jelenleg 55 százalék az aktív aránya, míg a munkanélküliségi ráta 7,3 százalék.¹⁰

A 2006 második felében meglódult bérdinamika 2007 februárjában mutat először valamelyest megtorpanást. A prémieumkifizetések az adóintézkedések elkerülését célzó előrehozások után visszaszorultak, és a rendszeres bérek dinamikája is letörni látszik februárban.¹¹ Bár a magas tényadatok kedvezőtlenebb képet mutatnak várakozásainknál, amennyiben a fordulópontra a későbbi adatok is megerősítik, úgy azt mondhatjuk, hogy a munkapiacot érintő kormányzati intézkedések egyszeri sokként érvényesültek, s hosszú távon nem okoznak inflációs nyomást.

Fordulópont az aktivitásban?

Novemberben egy tovább lazuló munkapiacot, az aktivitás lassuló mértékű növekedése mellett stagnáló foglalkoztatást, és volatilisabb, de tendenciájában még növekvő munkanélküliséget vázoltunk az előrejelzési horizonton. Emögött a demográfiai változásokból adódó összetételhatás (a munkaerőpiacról kiöregedő korosztályok helyett a bekerülő fiatal korosztályok – pl. magasabb és jobb minőségű iskolai végzettségüknek köszönhetően – már aktívabbak), valamint az átmeneti országokat jellemző tőke-munka helyettesítés állhat.

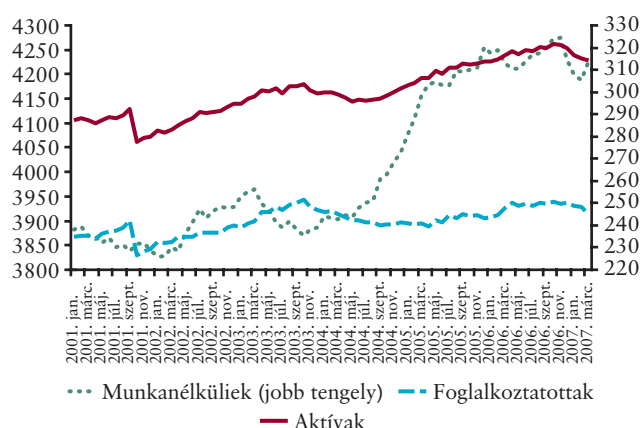
Az utóbbi három-négy hónap adatai azonban másról árulkodnak; mind az aktivitás, mind pedig a foglalkoztatás szintjében fordulópontra látszik kirajzolódni (a munkanélküliség továbbra is nagy volatilitást mutat), bár a negyedéves adatokat tekintve azt mondhatjuk, hogy egyelőre csak az aktivitásról alkotott

képünk robusztus. November óta, szinte stagnáló populáció mellett mintegy 32 ezer fővel csökkent az aktívok száma, amely mind a munkanélküliség, mind pedig a foglalkoztatás csökkenésében lecsapódott. Ezek szerint a munkapiac – korábbi várakozásainkkal ellentétben – munkakínálati oldalról feszesebbé válik¹², mivel az alacsony munkakereslet mellett nem a munkanélküliség nő, hanem a munkaképes korúak számottevő része kivonul a munkaerőpiacról. Mindez azt jelenti, hogy a nem foglalkoztatottak a korábbiaknál enyhébb bérmoderáló hatást fejtenek a munkapiacra.¹³

2-15. ábra

Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség

(ezer fő, szezonálisan igazított havi adatok)



Az, hogy ez valódi fordulópontra-e, vagy csak ideiglenes visszaesés, amely belefejt a folyamatok zajosságába, jelenlegi tudásunk alapján még nem eldönthető, ám a kormányzati intézkedésekkel és a lakossági konjunktúrávárakozásokkal akár a fordulat is megokolható. Az elmúlt időszakban a kormányzati kiigazítás kapcsán számos tényező hatott a munkapiacra.

A munkavállalókat és a munkáltatókat egyaránt sújtották a munkára kirótt adó- és járulékteher-növelések. Ezek a mun-

¹⁰ A 15–74 éves korosztályban.

¹¹ A szezonálisan igazított adatok szerint a bruttó átlagkeresetek évesített havi növekedési üteme februárban, a teljes munkaidőben foglalkoztatottak körében 7,9 százalék volt a versenyszférában, míg a rendszeres bérdinamika 10,2 százalék.

¹² A szakirodalom szerint a munkaerő-felmérés nemzetközi sztenderdek szerinti kategorizálása nem feltétlenül jól ragadja meg a minket elsősorban érdeklő közgazdasági kategóriákat. Például eszerint munkanélkülinek számítanak azok, „akik a vonatkozó héten nem dolgoztak, és nincs is olyan munkájuk, amelytől

• átmenetileg távol voltak;

• aktívan kerestek munkát a kikerdezést megelőző négy héten;

• munkába tudnának állni két héten belül, ha találnának megfelelő munkát (rendelkezésre állás)”.
(A munkaerő-felmérés módszertana 2006, KSH, Budapest, 2006, 12. oldal.) A munkanélküliek tömegét közgazdaságilag talán jobban megfogja a Foglalkoztatási Hi-

vatal „regisztrált munkanélküli” kategóriája, amelybe – a munkaerő-felméréssel ellentétben – mindazok beletartoznak, akik regisztráltak a helyi munkaügyi központban, hogy állást keressenek. Ha azonban ennek a mutatóknak megnézzük az időbeni alakulását, akkor azt láthatjuk, hogy ez kevésbé volatilis: 2006 májusa óta folyamatosan növekszik. Az utóbbi pár hónap kivételével többé-kevésbé együtt mozgott a KSH által publikált munkanélküliséggel, azonban november óta elnyíltak egymástól. Ez utalhat arra, hogy az utóbbi időszakban bekövetkezett munkanélküliség-csökkenés nem feltétlenül jelent a korábbiaknál feszesebb munkaerőpiacot.

¹³ Azon klasszikus kategorizálási feltevést elfogadva, hogy az inaktívok kevésbé kötődnek a munkaerőpiachoz, és a munkanélküliek azok, akik a béralkukat képesek generálni, a munkanélküliség csökkenése, azaz a bérek leszorítására irányuló alkupozíció meggyengülése, inflációs szempontból kedvezőtlenül hathat a bérfolyamatra.

kaerőköltség emelkedésén keresztül a munkakereslet lanyhulását, az állástalálás reménytelenebbé válásán keresztül a munkakeresési hajlandóság esését, a csökkenő reálbér-várakozásokon keresztül pedig akár tartósan hanyatló munkavállalási kedvet eredményezhettek. Ezekre a folyamatokra ugyanakkor ráerősíthetett az állami létszámleépítés, ami – a nyugdíjazási feltételek kedvezőtlenebbé válásával együtt – az állásukat elvesztők aktivitásának csökkenését is okozhatta.

A foglalkoztatottság a stagnáló, vagy esetlegesen csökkenésre utaló tendencia mellett ráadásul meglehetősen heterogén képet fest szektorális szinten: A nemzetgazdasági szintű csökkenés alapvetően az állami szektor, vélhetőleg több – konjunktúrális szempontból kevésbé magyarázható – kisebb versenyszférabeli ágazat, és a kisvállalkozói, illetve önfoglalkoztatotti kör mérséklődő munkaerőigénye miatt állt elő.

A piaci szolgáltatások körében azonban továbbra is növekvő létszámigény figyelhető meg, szembevetve januári ugrással. Mindezt jól beazonosíthatóan egyes alágazatok felelősek: a kereskedelem és javítás, az ingatlan és gazdasági szolgáltatás, a pénzügyi tevékenységek és az egyéb szolgáltatások köre. Ezek túlnyomórészt azok az alágazatok, amelyekre a gazdaság kifehéredését célzó szabályozó intézkedések a létszám (és nemcsak a keresetek) kapcsán is jelentős hatással lehettek. Erre utal a Pénzügyminisztérium rövid elemzése is, mely szerint ezek azok az ágazatok, amelyekben az egyéni vállalkozók számának csökkenése „fedezte” az ezen 5 fő feletti (intézményi) létszám bővülését.¹⁴

A feldolgozóiparban ugyanakkor immár megállt a korábban valószínűleg a szerkezetváltásnak, illetve a tőke-munka helyettesítésnek köszönhető csökkenés, most stagnálást látnak.¹⁵

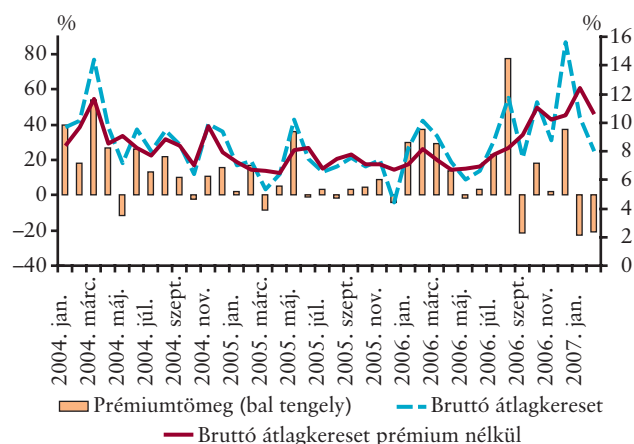
Gyorsuló, majd megtorpanó bérdinamika

2006 második felében a prémiumok, és az azóta eltelt hónapokban a rendszeres kifizetések dinamikája is fokozott bérnyomás irányába mutatott. A munkát terhelő járulékok kétlépcsős (2006. szeptemberi, illetve 2007. januári) emelése megváltoztatta a 2006-os év második felében, illetve az idei év elején a prémiumkifizetések szezonálisitását. Korábban említettük, hogy szeptemberről július–augusztusra az adóelőleget elkerülése végett jelentős előrehozások valószínűsíthetők. Ugyanerről árulkodnak a január–februári prémiumadatok. A novemberi jelentés óta azonban valamelyest megbizonyosodhattunk arról, hogy a bruttó átlagkeresetek már akkor is tapasztalt magas dinamikáját nem pusztán az előrehozások, a magas prémiumok okozzák. (Lásd a 2-2. keretes írást.)

2-16. ábra

Bruttó átlagkereset és a prémiumkifizetések a versenyszférában

(szezonálisan igazított havi adatok, éves növekedési ütemek)



2-2. keretes írás: A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indexről a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig

Két jelenség is nehezítheti az elmúlt hónapok béradatainak elemzését: a prémiumkifizetések eddigiektől eltérő szezonálisitása, és bizonyos bérek „kifehéredése”. Mindkét problémára kidolgoztunk egy korrekciós módszertant, és az így kapott, közgazdaságilag jobban értelmezhető, korrigált idősorokat használtuk az elemzésben és az előrejelzésben.¹⁶

A prémiumok előrehozása

Feltételezéseink szerint a kormányzat tavaly nyáron bejelentett adóemelésére a vállalatok bizonyos, viszonylag könnyebben mozgatható bérkifizetések előrehozásával válaszoltak, így csökkentve adóterheiket.

¹⁴ Lásd még erről a 18-as lábjegyzetet.

¹⁵ Míg a ledolgozott munkaórák száma enyhén növekszik, amely a szektor szereplőinek bizonytalan, de kedvező kilátásaira utalhat. (Ez elsősorban az exportpiacon jól teljesítő gépiparnak köszönhető.)

¹⁶ Miután előrejelzéseink elkészültek, azokat visszakorrigáltuk, így a jelentés fő táblázatában közölt 2007-2009-es számok már az eredeti, korrigálatlan, a KSH által publikált adatokra vonatkozó előrejelzéseket mutatják. Mivel az előrejelzésben a korrigált idősorokat használtuk, ez azt is jelenti, hogy nem jelezzük előre a fehéredést: csak az eddig megvalósult – és általunk becsült – fehéredési hatást feltételezzük az előrejelzési periódusban.

Kétfajta előrehozás történhetett: egyrészt a hagyományosan magas év végi bónuszok egy részét már augusztusban kifizették a munkavállalóknak. Ezzel a szeptembertől emelkedő adók hatását lehetett mérsékelni. Másrészt a 2007. év eleji prémiumok egy részét valószínűleg 2006 végén fizették ki, a januártól ismét emelkedő adóterhek hatásait kisebbítendő. Mindez alaposan megváltoztatta a bér-idősornak a korábbi években viszonylagosan stabilnak mondható szezonálisitását.

A megváltozott szezonális megnehezíti a szezonális igazítást, torzítva az igazított adatok közgazdasági tartalmát. Ezért a következő korrekciót alkalmaztuk. A 2006. augusztus és 2007. január közötti alapadatokból levontuk a prémiumokat, majd ezt a havi prémiumtömeget újraosztottuk ugyanezen hónapok között. Az újraosztásnál a historikusan jellemző szezonálisból következő arányokat alkalmaztunk. Az így kapott, „tologatott” idősor szezonális igazítása már nem jelent problémát, az közgazdasági szempontból jól értelmezhető.

A bérek „kifehéredése”

Anekdotikus információk szerint az utóbbi hónapokban a szigorúbb adóhatósági fellépések és az egyéb kormányzati intézkedések hatására a kimutatott bérek megnövekedtek, közelebb kerültek a valós kifizetésekhöz, azaz „kifehéredésnek” indultak. A fehéredés számszerűsítését egy regressziós módszerrel végeztük el a rendszeres bérekre vonatkozóan. Ennek lényege, hogy a 2006 második félévében kiugró bérindexű iparágak bérindexét „visszahúztuk” a hozzájuk hasonló, de fegyelmesebb bérindexű iparágakéhoz. Ezt a korrigált bérindexet nevezzük fehéredésszűrt indexnek, míg a két mutató különbségét a fehéredés becsült hatásának.¹⁷

A becsléshez két feltevést tettünk: 1. A fehéredés csak 2006 második félévétől jelentkezik az adatokban, azt megelőzően nem; 2. a fehéredés ágazatspecifikus: bizonyos ágazatok nem vagy csak kismértékben érintettek általa. Az első feltevést indokolja, hogy a potenciális fehéredést a nyáron bejelentett és/vagy életbe lépett kormányzati intézkedéseknek tulajdonítjuk (színtelt szerződések elleni fellépés, szigorúbb ellenőrzések, dupla minimálbéres járulék). A második feltevés mögött egyrészt az húzódik meg, hogy a valós bérek eltávolítása anekdotikus információk

alapján csak bizonyos – elsősorban szolgáltatási, illetve építőipari – ágazatokban jelentős.¹⁸ Másrészt, a reálbérek a kérdéses időszakban csak ezekben az ágazatokban haladták meg jelentősebben a termelékenység növekedését.

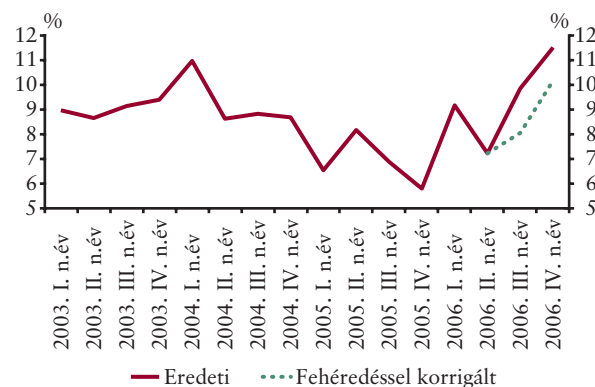
A következő ágazatokat választottuk ki: a szolgáltatászektorból a három legnagyobb súlyú ágazatot (kereskedelem–javítás, szállítás–raktározás, ingatlan–gazdasági szolgáltatás) és az egészségügyi szolgáltatásokat; a feldolgozóiparból a kis súlyú egyéb feldolgozóipari ágazatokat; illetve az építőipart. A kiválasztott szolgáltató iparágak a szektor foglalkoztatottságának 82 százalékát, míg az összes kiválasztott ágazat a teljes versenyszféra foglalkoztatottság 48 százalékát teszi ki, azaz az öt főt vagy többet foglalkoztató vállalkozások 1,77 milliós foglalkoztatotti létszámából több mint 850 ezret.

Az eredeti és az eredményül kapott, korrigált rendszeres bér-idősorok különbsége adja a fehéredés becslését. A teljes, prémiumokat is tartalmazó bruttó átlagkereset-idősorban ugyanilyen arányú fehéredést feltételeztünk, és így végeredményül azt kaptuk, hogy az eredeti, 2006-os 9,3 százalékos éves átlagos teljes bérnövekedés 8,8 százalékosra változott a korrekció eredményeképpen.¹⁹

2-17. ábra

Eredeti és fehéredéssel korrigált bruttó átlagkeresetek

(szezonálisan igazított idősorok éves növekedési ütemei)



¹⁷ Itt a negyedéves adatokon elvégzett vizsgálatainkat ismertetjük. Az összes, lentebb leírt számítást elvégeztük havi adatok felhasználásával is. A fehéredésre adott becslésünk nem változott szignifikánsan.

¹⁸ Hasonlóan érvel a Pénzügyminisztérium is, hozzátéve, hogy az építőipari, kereskedelmi és ingatlan ágazatokban 2006-ban az egyéni vállalkozók számának csökkenése körülbelül megegyezett az ugyanezen ágazatokban foglalkoztatottak számának bővülésével, amit indokolhat a fehéredés. [Lásd: „Jelentés az EKSZ 104(7) cikke alapján a Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsa által 2006. október 10-én kiadott ajánlás megvalósítása érdekében hozott intézkedésekről”, Pénzügyminisztérium, 2007. április.]

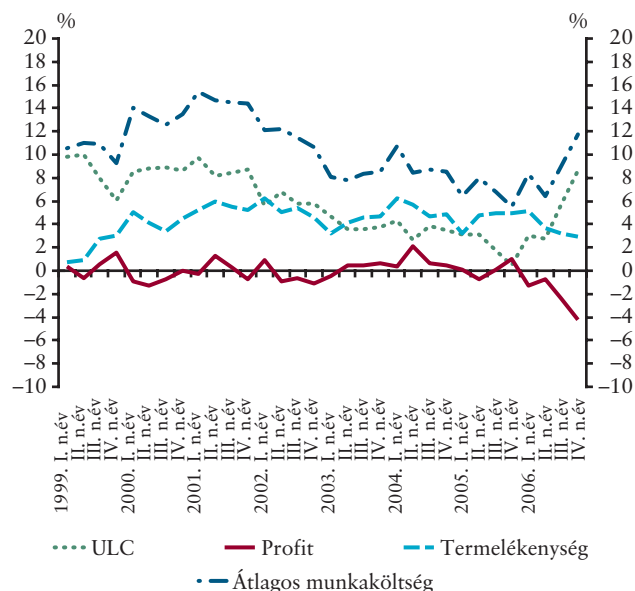
¹⁹ A Monetáris Tanács javaslatára elkészítettük a korrekciót egy némileg tágabb „fehéredő” ágazati kört feltételezve is. Itt – a fentebb említett ágazatokon kívül – bevontuk a vizsgált körbe még a nem fém ásványi termékek, a feldolgozás, a papír- és nyomdaipar, valamint a szálláshely, vendéglátás ágazatokat is. Ezek addicionális 7 százalékát fedik le a versenyszféra foglalkoztatottságának. Az eredmények nem bizonyultak érzékenyek a változtatásra, a korrigált éves átlagos index nem változott érzékelhetően, csak a negyedik negyedéves éves index csökkent egy tized százalékpontot. A módszer nem talált fehéredést a papír- és nyomdaipar esetében.

Az adóterhek növekedésén túl az adóbefizetések ellenőrzésének szigorítására is történtek szabályozói intézkedések, amelyeknek szintén komoly hatásai lehettek a munkaerőpiacon, különösen a rendszeres bérekre. Ezek a színlelt szerződések felszámolását, valamint a foglalkoztatás és a bérek kifizéréseit célozzák, s a 2006-os év második felétől válhattak relevánssá. Szintén keretes írásunkban foglaljuk össze ezen intézkedések bérdinamikára gyakorolt hatását. Becsléseink szerint azonban ez a hatás, azaz fehéredés nem magyarázza meg teljes egészében a rendszeres bérek erős dinamikáját, ez a fehéredés hatásának kiszűrése után is magasnak mondható (lásd a 2-17. ábrát).

2-18. ábra

Munkaköltség és termelékenység a versenyszférában

(szezónálisan igazított fehéredéssel és a prémium-előrehozásokkal korrigált negyedéves adatok, éves növekedési ütemek)



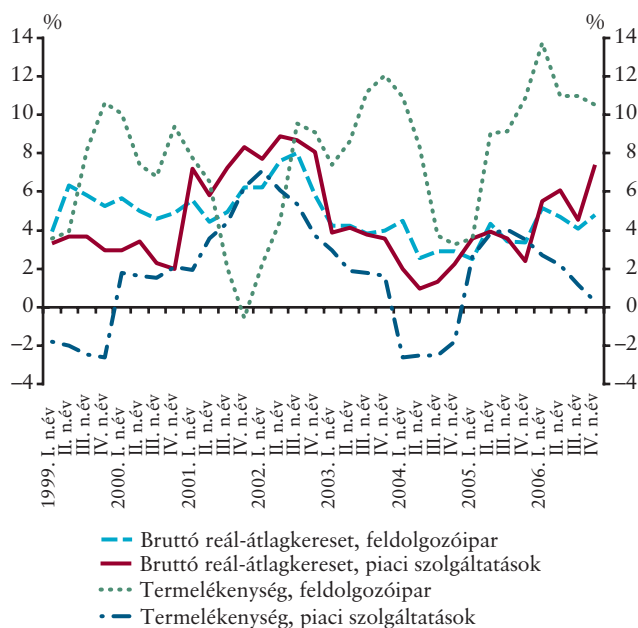
Ezt szemlélteti a 2-18. ábra is, amelyen jól tetten érhető a bérnyomás az előrehozások és fehéredés csekély hatásától megtisztított bérdinamika és az ettől az utóbbi időben jócskán elmaradó termelékenység viszonyán. Ebben a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások szektora között jelentős eltérés mutatkozik. Bár az előbbiben a termelékenység jócskán meghaladja a még mindig negatív, de az utóbbi hónapokban enyhe növekedést mutató fajlagos munkaköltséget, a teljes versenyszférai dinamikát vezérelni látszó szolgáltatások körében a gyorsan emelkedő munkaköltség, csökkenő termelékenység mellett egyre romló profitabilitást eredményez, amely a későbbiekben felfelé hajthatja az árakat, inflációs nyomást okozva.²⁰ A feldolgozóipari kedvezőbb helyzet is rejt azonban magában negatív kockázatokat: amennyiben a termelékeny-

ség romló tendenciáját nem követik a bérek – pl. az ún. *skill mismatch* jelenség munkaerő-szűkösséget jelentő hatása miatt – akkor ebben a szektorban is előállhat inflációs kockázatot jelentő feszesség.

2-19. ábra

Bruttó reál-átlagkeresetek és termelékenység a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatások körében,

(szezónálisan igazított negyedéves adatok, fehéredéssel és a prémium-előrehozásokkal korrigált idősorok, éves növekedési ütemek*)



* Bővebben lásd a 2-2. keretes írást.

Novemberi inflációs jelentésünkben felvázoltunk két scenáriót, amelyek közül az addigi információink alapján nem tudtuk eldönteni, hogy melyik valószínűsíthető. Az egyik szerint az adóintézkedéseket a gazdasági szereplők egy egyszerű sokként értékelik, és amennyiben a munkavállalóknak a bérmegállapodásokban van alkupozíciójuk (és a fentiekben említett, feszesebbé váló munkaerőpiac erre enged következtetni), jóléti kompenzációként 2006-ban csupán a prémiumok útján alkalmazkodnak egy valamivel magasabb nominális pályához. Bár ez 2007-ben – egyszeri változásként – beépülhet a rendszeres bérekbe, ez az egyszeri adaptáció csak rövid távon, átmenetileg okoz bérnyomást. A másik forgatókönyv szerint azonban a szereplők inflációs várakozásai emelkednek meg, amely esetben ez hosszabb távon beépülne a rendszeres bérnövekedések ütemébe és okozhatna inflációs nyomást. Még mindig nem tudhatjuk biztosan, hogy a két scenárió közül melyik áll fenn, a november óta beérkezett adatok alapján azonban az első – kedvezőbb – alternatívát valószínűsítjük: Jóllehet a keresetek tényadatai magasabbak

²⁰ A romló profitabilitásra adható másik megoldás a létszámcsoökkentés lehet, amelynek az intézményi statisztikákban még semmi jelét nem láthattuk, a munkaerő-felmérésben azonban az esetlegesen csökkenésbe átforduló foglalkoztatás már utalhat erre.

előzetes várakozásainknál, a 2007 első negyedéves fogyasztóiárindex-adatok nem mutatják a várakozások emelkedését, valamint a februári béradat a bérdinamika lassulását, egy esetleges fordulópontot jelez. Fontos indikátor az is, hogy

a Hay Group által megkérdezett vállalatok a 2007-es béremelésekre vonatkozóan úgy nyilatkoztak, hogy részben kompenzálják a munkavállalókat a megélhetési költségek változása miatt. (Lásd a 2-3. keretes írást.)

2-3. keretes írás: Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról

A Hay Group tanácsadó cég rendszeresen készít felmérést a nagyvállalati körben a bérezés mozgatórugóiról. A megkérdezés célja az abban részt vevő vállalatok informálódása a saját versenypiaci környezetükben zajló tendenciákról (természetesen csak bizonyos aggregált szinten: a vállalati szintű adatokat egy cég sem kaphatja meg). Épp ezért a tanácsadónak elemi érdeke biztosítani, hogy a cégek valós, megbízható információt biztosítsanak számára; amennyiben ilyen problémát érzékel egy résztvevővel kapcsolatban, azt akár ki is zárhatja a további információcseréből.

A mintában szereplő szervezetek tipikusan nagyobb, multinacionális vállalatok. Az ágazati bontás gyakorlatilag teljesen lefedi a magyar versenyszektor. A vizsgált 2000–2007-es periódusban évente átlagosan 60–100 vállalat válaszolt a kérdésekre. Az átlagos válaszadó 1000–1200 főt foglalkoztat, éves átlagos nettó árbevétele 30–80 milliárd forint. A minta tehát nem tekinthető reprezentatívnak a teljes magyar gazdaságra vonatkozóan, mindazonáltal annak egy meghatározó szegmenséről jó képet adhat.

Rövid keretes írásunkban csak néhány, a bérezésre vonatkozó kérdésekből levonható következtetést ismertetünk. A Hay Group évente megkérdezi a mintában szereplő vállalatokat a várt és a tervezett éves átlagos béremelkedési ütemeiről, illetve arról, hogy ezek milyen arányban tükrözik a dolgozói teljesítmény alakulását vagy a megélhetési költségek – és az esetlegesen várt magasabb infláció – kompenzálását.

Az itt közölt ábránkon a KSH által publikált versenyszféra bruttó átlagkereset éves átlagos növekedési ütemei mellett a Hay Group felméréséből számolt vállalati éves átlagos keresetemelkedéseket²¹ szerepeltettük, annak két összetevőjével, a teljesítmény-, illetve az infláció/megélhetési költségek komponensekkel. A közölt évek nem esnek egybe a naptári évekkal, a tanácsadó cég általában az év közepén kérdezi meg a vállalatokat. A 2007-re vonatkozó adatokat ez év februárjában vették fel, és a 2006. május és 2007. április között megvalósult, illetve tervezett béremelkedésekre kérdeznek rá. Fontos még megjegyezni, hogy a kérdőívre adott válaszok alapján a legtöbb vállalat egy évben maximum kétszer dönt a bérezésről, és ebből az első alkalom szinte mindig január. Így a 2007-es adatpont már tartalmazza a legfontosabb idei béremelést a lekérdezett vállalati körben.

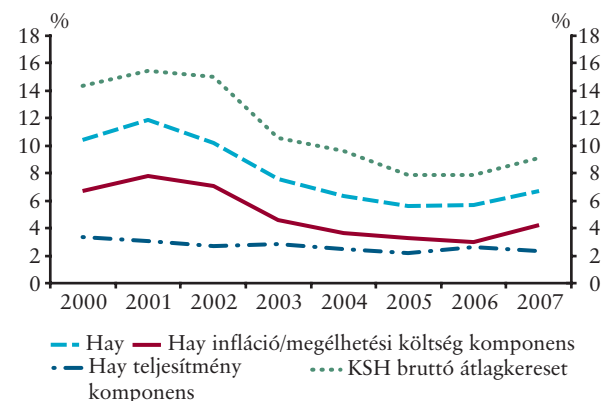
Négy fontos dolgot emelünk ki az ábra kapcsán. 1. A Hay Group felméréseiben szereplő bérdinamika rendre elmarad a KSH adatokban tapasztalttól. 2. A különbség azonban időben konstans, azaz a kérdőíves felmérés eredménye jól megfogja a hivatalos statisztikákban tapasztalható fordulópontokat. 3. Az összetevők közül az infláció/megélhetési költség-kompenzáció a domináns: ez az időszor variabilitását. 4. A 2007-ben ismét emelkedő bérdinamikát az inflációs komponens okozza.

Mindez arra utalhat, hogy az utóbbi hónapokban megfigyelhető magasabb bérdinamika mögött vagy a megélhetési költségek növekedésének egyszeri kompenzációja, vagy az inflációs várakozások emelkedése áll. Részben ezért is a jelentésben publikált előrejelzésünk alappályájában azt feltételezzük, hogy a KSH-adatokban megfigyelt bérdinamika-emelkedés jelentős részben valós (tehát nem kizárólag a kifehéredés okozza²²), a megélhetési költségek egyszeri kompenzációja. Nem zárható ki azonban, hogy az inflációs várakozások megemelkedése is közrejátszik, ezért a kockázati eloszlásban egy, az alappályáénál magasabb bérdinamika hangsúlyosan szerepel.

2-20. ábra

Bérfelmérések, Hay Group és KSH

(éves átlagos növekedési ütemek)



Megjegyzés: Az évek nem esnek egybe a naptári évekkal, a következő időpontokban indulnak: 2000: az előző év szeptemberétől, 2001–2003: az előző év júliusától, 2004–2007: az előző év májusától. A KSH-adatok 2007. februárig állnak rendelkezésre.

²¹ A kérdőív a rendszeres bérek és a fix bónuszok összegének a növekedésére kérdez rá.

²² Lásd még a jelentés 2-2. keretes írásában a fehéredésre vonatkozó becslésünk ismertetését.

2.3. Az infláció alakulása

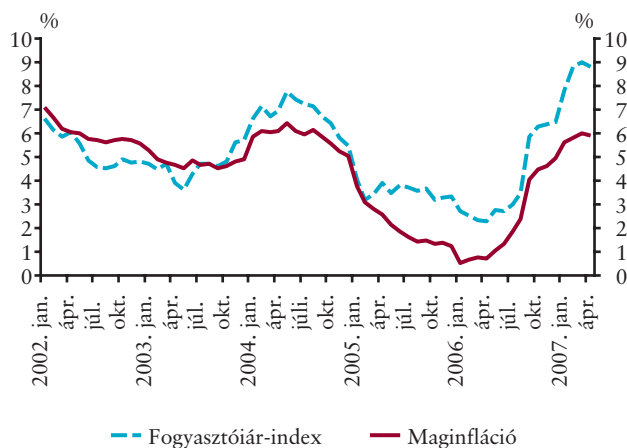
2007 első negyedévében a fogyasztói árak éves indexe 8,5 százalék, míg a vizedíjjal korrigált maginfláció értéke 5,8 százalék volt, mely az előző negyedévhez képest rendre 2,2, illetve 1,1 százalékpontos emelkedést jelent. Az első negyedév magas indexe mögött főként a szabályozott árak részben a múlt év nyár végén, részben idén foganatosított nagymértékű emelését és a 2006. szeptemberi áfaemelés áthúzóódo hatását azonosíthatjuk.

A maginfláció tekintetében megállapítható, hogy bár 2006 második feléhez képest az évesített negyedéves változást megragadó index csökkenést mutat, szintjében azonban jellemzően magasabb, mint a 2005-től 2006 közepéig megfigyelt időszakban.²³ Ezzel egyidejűleg az első negyedévi trendinflációs folyamatokat jelentős bizonytalanság övezi. Összességében úgy ítéljük meg, hogy az infláció tartós komponense ekkor egy 3-5 százalékos intervallumban lehetett, de nagy valószínűséggel az intervallum felső széléhez eshetett közel. (Lásd a 2-4. keretes írást.)

2-21. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció

(éves változás)



2-4. keretes írás: Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?

Az MNB a trendinfláció idősorának meghatározásához egy olyan maginflációs idősort készít, amelyben kiszűri az indirektadó-változások hatását.²⁴ Az így előállított (szezonálisan nem igazított, évesített) negyedéves index 2007 első negyedévében 4,4 százalék volt. A trendinfláció meghatározásához emellett még szükséges az idősor szezonális igazítása. Az idősorok szezonálítása azonban az elmúlt években változott, ami jelentősen befolyásolja a trendinfláció becsült mértékét. A szezonális változása nem csupán hazai jelenség. Az EU egészét tekintve és a környező országok némelyikében is jellemző, hogy az év eleji és a nyári áreszállítások jelentősége folyamatosan nő.

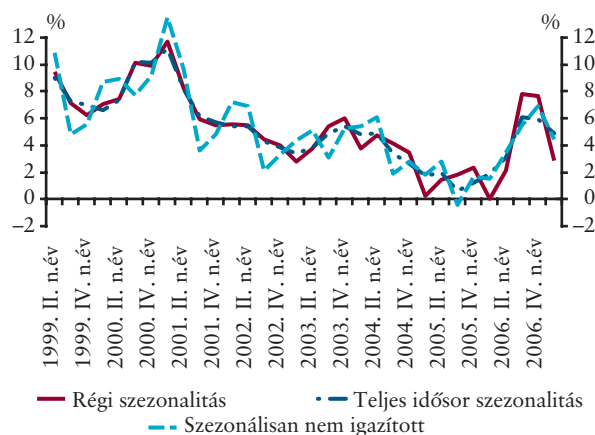
A szezonális változásának gyorsaságára és a trendinfláció becsülésének a szezonálisváltozás okozta bizonytalanságára hívja fel a figyelmet a fenti ábra. Amennyiben a szezonálítást a teljes idősor alapján számoljuk (1999. I. n.év–2007. I. n.év), akkor a trendinfláció becsült értéke 4,9 százaléknak adódik, azaz nagyobb, mint az eredeti igazítatlan index. Ez azért meglepő, mert hagyományosan magyar idősorokon az év elején az átlagosnál nagyobb áremelések jellemzőek, azaz azt várnánk, hogy a szezonálisan igazított index legalábbis ne legyen magasabb, mint az eredeti adat.

Amennyiben csak a 2003-at megelőző időszakot felhasználva határozzuk meg az idősor szezonálítását (azaz feltételezzük a historikusan sokáig jellemző nagy januári áremeléseket), akkor a trendinfláció becsült értéke

2-22. ábra

Maginflációs igazítások

(évesített negyedéves változás)



2007 első negyedévében 2,8 százalék lenne. Egy ilyen igazítás azonban szinte bizonyosan alulbecsli a trendinflációt, hiszen a szezonális változása a részaggregátumok alapján megalapozottnak tűnik. Emellett a fenti ábrán jól látható, hogy az ilyen módon igazított idősor az utóbbi évek első negyedévében tartalmaz maradék negatív szezonálisitást, azaz az el-

²³ Az áprilisi maginflációs adat az előző negyedévhez képest további gyors csökkenésre utal. A mérséklődést azonban jelentős részben néhány egyedi tétel áralakulása erősítette fel, így a maginfláció egyhavi erős deflációs dinamikáját átmenetinek véljük, azaz a trendinflációs képünk nem változott.

²⁴ A maginflációs index a CPI tételei közül nem tartalmazza a feldolgozatlan élelmiszereket, a járműüzemanyagot, a piaci energiát, valamint a szabályozott árú termékeket. Az MNB által számított index eltér a KSH által publikált maginflációs mutatótól. Ennek oka egyrészt az indirektadó-változások hatásának szűrése, másrészt az MNB (alapvetően az adatok elérhetősége miatt) a KSH-nál pontatlanabban szűri a szabályozott árú termékeket.

ső negyedévekben alulbecsli a trendinflációt. A becslések bizonytalansága miatt a trendinfláció 2007 első negyedévi szintje pontosan nem hatá-

rozható meg, számításunk szerint valahol 3-5 százalék között, de nagy valószínűséggel a megjelölt intervallum felső szélén lehetett.

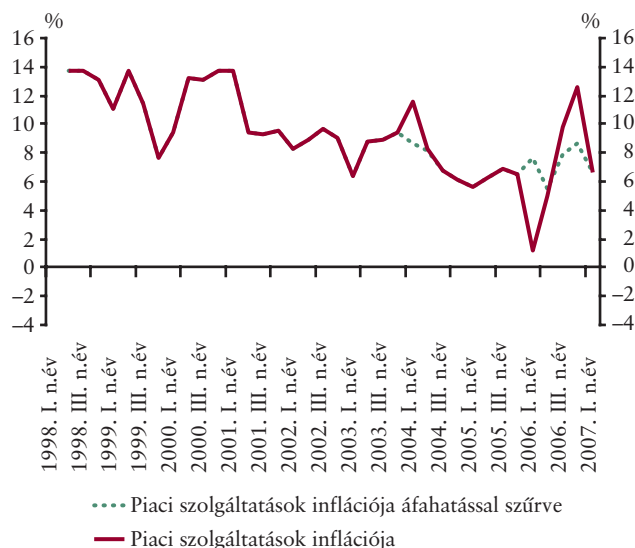
Változatlan trend a piaci szolgáltatások esetében

A piaci szolgáltatások esetében változatlan trendet figyelhetünk meg. Az áfahatástól és a vizitdíjtól megtisztított, évesített havi változást kifejező mutató továbbra is a 6-8 százalék közötti sávban mozgott. Vélhetően ez a tendencia a magas bér-költség-növekedésnek, illetve a stagnáló termelékenységnek

2-23. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja

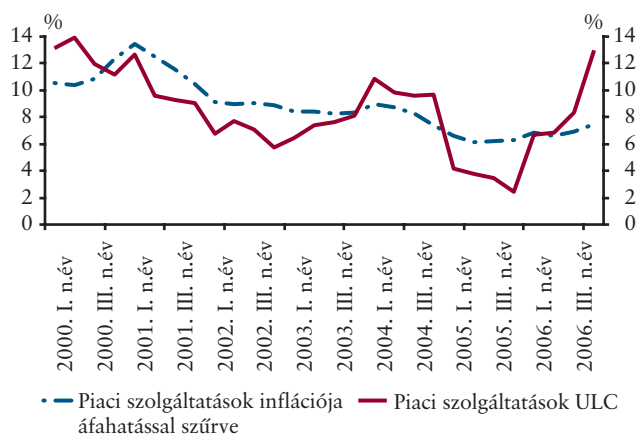
(évesített negyedéves változás)



2-24. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja és a fajlagos munkaköltségek alakulása

(éves változás)



köszönhető, amely viszont a későbbiekben költségoldali árnymásként is jelentkezhet.

Ellentétes tendenciák a maginfláció külkereskedelmi forgalomba kerülő tételei között

A maginfláció többi tétele esetében az adatok megítélését nagyban megnehezíti az a tény, hogy míg negyedéves szinten nem látunk kiugró értékeket, addig havi szinten a várttal ellentétes lefutást tapasztalunk. További nehézséget okoz, hogy míg egyes tételek a vártak megfelelően alakultak, addig más termékcsoportok áralakulása meglepetést okozott. A különösen kedvező januári adatok után összességében folyamatos gyorsulást tapasztaltunk mind az iparcikkek, mind a feldolgozott élelmiszerek áremelkedésében, ám a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek részletei esetében eltérő tendenciát figyelhetünk meg.

A feldolgozott élelmiszereket illetően további áremelkedést azonosítottunk a negyedév során, amely összhangban áll a regionális tendenciákkal. Feltehetően a feldolgozatlan élelmiszerárakban bekövetkezett emelkedés járul hozzá a feldolgozott élelmiszerek negyedéves indexének további növekedéséhez.

Míg a tartós iparcikkek körében folytatódott a defláció, a nem tartós iparcikkek esetében egyértelmű növekedést figyelhetünk meg a negyedév során. A két hatás eredőjeként az iparcikkek körében kismértékű áremelkedés alakult ki. A tartós termékkategória esetében a defláció okaként az erősebb forintárfolyam begyűrűződését azonosíthatjuk, míg a nem tartós termékkörben bekövetkezett emelkedést részben egyedi tételek kiugró indexei magyarázzák.²⁵ Mivel ezen egyedi tételek kiszűrése után is áremelkedés figyelhető meg, ebben a termékkategóriában az árfolyam begyűrűző hatása egyelőre nem érhető tetten.

Úgy véljük, a jelenségre a legreálisabb magyarázat az lehet, hogy a 2006. szeptemberi áfaemelés során a szereplők előrehozták a tervezett áremelések egy részét, és a további emelések – a korábbi szezonalitástól eltérően – 2007 első negyedévének második felére estek. Ezt látszanak igazolni a 2006 szeptember-októberében megfigyelt kiugró áremelések, majd 2007 februárjáig folyamatosan megvalósuló alacsonyabb indexek.²⁶ A feltételezés gyenge pontja viszont, hogy a 2004-es

²⁵ A nem tartós iparcikkek körében jelentős áremelkedést mutató termékek a következők: ruházati cikkek, kávé, lakásjavító cikkek, valamint az üdítőitalok.

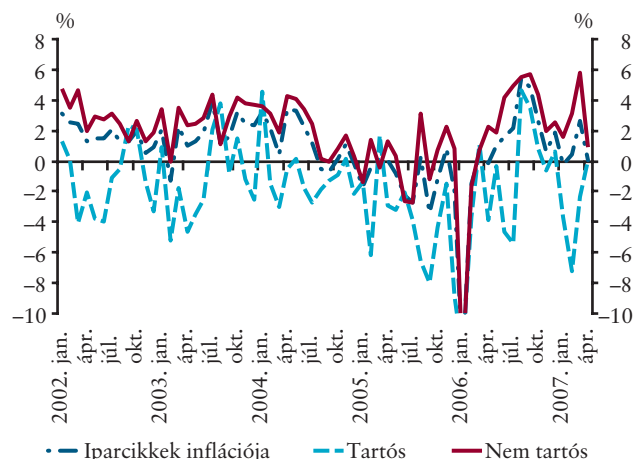
²⁶ Többek között ez is okozhatta az adatsorban a maginfláció szezonálizálásának megváltozását, amellyel a 2-4. keretes írás foglalkozik bővebben.

áfaemelés hatásait vizsgáló tanulmány eredményei nem támasztják alá az áremelési előrehozás hipotézisének helytállóságát. Annak eldöntésére, hogy ez a folyamat tartós vagy átmeneti jellegű-e, még nem rendelkezünk kellő információval, így a következő hónapok tényadatai szolgálnak majd magyarázatul.²⁷

2-25. ábra

Az iparcikkek inflációja

(évesített egyhavi változás)



A maginfláción kívüli tényezők az infláció emelkedésének irányába hatottak

A negyedév során a szabályozott árak körében jelentős áremelések történtek. Ezek jó része a lakossági energiaárakhoz kapcsolódik. Míg a korábbi években az importált energia áremelkedése a lakossági árakban tompítottan tükröződött, most az állami támogatás mérséklésének következtében az energiaárak számottevően emelkedtek. A távfűtési díj 30, a gázár 22,5, az elektromos energia 5,3 százalékkal nőtt átlagosan. A támogatási rendszer változása miatt a gyógyszerárak is emelkedtek, januárban és februárban összesen kb. 20 százalékkal. Meg kell jegyeznünk azonban, hogy márciusban a vezetékes gáz és a központi fűtés árszintje már csökkenést mutatott, melynek oka az újonnan beérkezett támogatási kérelmek figyelembevétele.

A járműüzemanyag árindexe az alacsonyabb olajárak köszönhetően csökkent a negyedév során. A piaci energiatermékek árai nem emelkedtek, azaz nem követték a szabályozott energiaárak alakulását, ami valószínűleg azért történhetett meg, mert jelen esetben nem a termékcsoport ára, hanem a támogatás mértéke változott.

A feldolgozatlan élelmiszer kategóriában két, egymással ellentétes hatást azonosíthattunk. Egyrészt, a sertéshús árának nagymértékű csökkenését az előző negyedévhez képest, másrészt a burgonya továbbra is rendkívül magas szintjét, amely összhangban van a regionálisan megfigyelhető tendenciákkal.

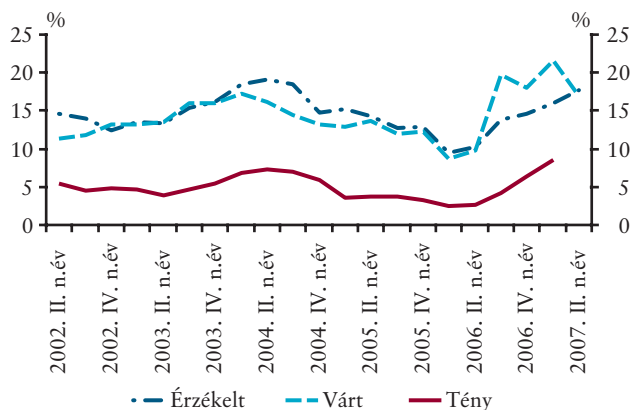
Mérséklődő lakossági inflációs várakozások

Az inflációs várakozások tekintetében kedvező fordulatot látunk. A 12 hónapra előretekintő várakozásokat mérő mutatószám a múlt negyedév historikus csúcsa után mérséklődésnek indult, bár szintjében még így is kiemelkedően magas maradt, így az előretekintő inflációs várakozások megemelkedésének kockázata továbbra sem zárható ki az előrejelzési horizonton. Magas szinten maradt ugyanakkor az elmúlt 12 hónapban érzékelt infláció, amelyben valószínűleg nagy szerepe volt a közelmúltban foganatosított kormányzati intézkedéseknek, illetve a szabályozott árak jelentős emelésének.

2-26. ábra

A lakossági inflációs várakozások alakulása

(a következő 12 hónapra vonatkozóan)



²⁷ A nem tartós iparcikkek áralakulásával kapcsolatban további hipotézisek is elképzelhetők. Egyik ilyen lehet, hogy a nem tartós termékkörben regionálisan általános áremelkedési trend volt megfigyelhető (európai importált inflációs trendek stb.). A magyar és a regionális nem tartós iparcikkek áralakulását összehasonlítva azonban ilyen együttmozgást nem találtunk.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





Előrejelzésünk alappályája szerint a költségvetési intézkedésekből származó keresleti és költségsokkok hatásai fokozatosan kifutnak, 2008-ra és 2009-re előretekintve az egy-egy hatások helyett egyre inkább az áru- és munkapiac keresleti és kínálati folyamatai fogják mozgatni az inflációt és a gazdasági növekedést. A makrogazdasági képünk a tényadatok alapján némileg tisztult: a konjunkturális folyama-

tokban rövid távon fennmarad a belső és a külső kereslet eltérő alakulásából fakadó kettősség, miközben a munkapiac esetében valószínűbbnek tűnik, hogy a gyorsuló bérdinamika elsősorban a munkavállalók reálbércsökkenésének egyszeri kompenzációját tükrözi, ugyanakkor az inflációs várakozások horgonyozottságának gyengülése továbbra sem zárható ki.

3-1. keretes írás: Feltevéseink

A hosszabb ideje követett gyakorlatunknak megfelelően feltételek makrogazdasági előrejelzést készítettünk. Ennek megfelelően a következő változók esetében használtunk fix áprilisi átlagos pályát: forint/euro és dollár/euro árfolyamok, MNB-alapkat és hosszú hozam; emellett az áprilisi átlagos határidős Brent olajárpályát használtuk számításainkhoz. A költségvetési hiány számításához a piaci hozamgörbe alapján adódó kamatkiadásokat használtuk fel. A kormány-

zati intézkedések esetén a 2007-re elfogadott költségvetési törvényt, a konvergenciaprogramot, illetve a hivatalos kormányzati bejelentéseket vettük alapul. Mindezek mellett fontos koncepcionális feltevéseink, hogy az alappályában az inflációs várakozásokat a 3%-os inflációs cél körül horgonyozottan tételezzük fel. Az előrejelzés készítéséhez a 2007. május 11-ig beérkezett makrogazdasági információkat vettük figyelembe.

3-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása februárhoz képest*

	2007. február		Aktuális		
	2007	2008	2007	2008	2009
Jegybanki alapkamat (%)**	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Forint/euro árfolyam	253,8	253,8	247,6	246,0	246,0
Dollár/euro árfolyam (cent)	130,0	130,0	134,0	135,0	135,0
Brent olajár (dollár/hordó)	57,2	60,7	65,8	70,3	69,6
Brent olajár (forint/hordó)	11 157	11 846	12 132	12 797	12 685

* Éves átlagok, a 2007. áprilisi átlagos árfolyam, illetve a határidős olajárpályája alapján.

** Év végi értékek.

A 2007-re és 2008-ra vonatkozó alappályánk nem változott jelentősen az inflációs és a növekedési kilátások tekintetében, 2009-re pedig először adunk előrejelzést. A kibocsátási rés továbbra is negatív marad a teljes előrejelzési horizonton, miközben az infláció a 2007 első félévi tetőzését követően, az év második negyedétől fokozatosan csökken, s a monetáris politika számára releváns másfél-két éves horizonton belül eléri a középtávú inflációs célt. Az előrejelzés alappályáját horgonyzott inflációs várakozások feltételezésével készítettük el, a várakozásokat érintő esetleges koordinációs probléma hatását a kockázateloszlásban jelenítettük meg.

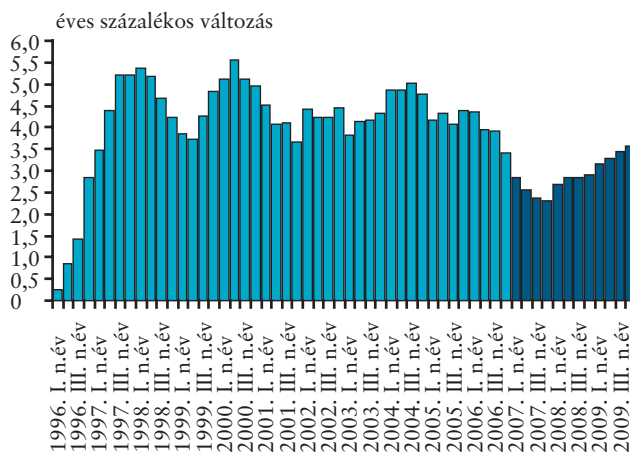
Árúpiac: negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizonton

A magyar gazdaság a teljes előrejelzési horizontunkon a potenciálból elmaradó ütemben fog bővülni. A 2007-es alacsony dinamikát követően, a növekedés 2008-ban és 2009-ben fokozatosan gyorsulhat, azonban a kibocsátási rés végig negatív marad. Mindeközben a költségvetési kiigazítás belső keresletre

gyakorolt hatásának csökkenésével a növekedés belföldi és a külföldi komponensei kiegyensúlyozottabbá válnak: a nettó export hozzájárulása fokozatosan csökken, amivel párhuzamosan a fogyasztási kiadások és a beruházások jelentősége nő.

3-1. ábra

A GDP negyedéves növekedési üteme



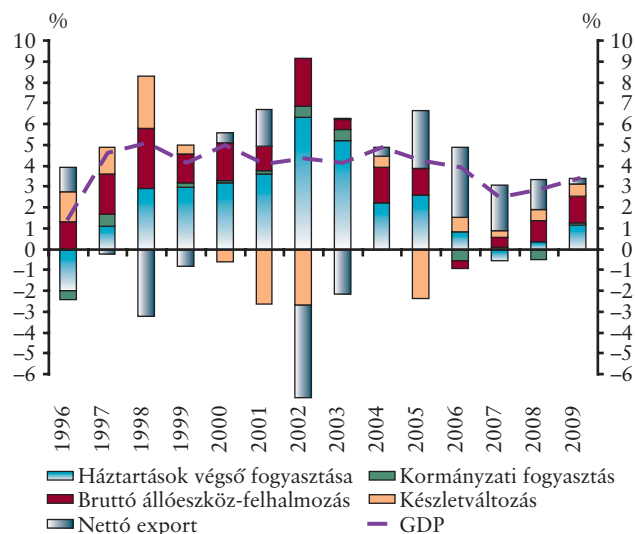
A külső konjunktúra erős maradhat

Az exportban az erős külső konjunktúra hatására dinamikus növekedést várunk, mivel a legfontosabb külpiazi konjunktúra-indikátorok (IFO, EABCI) a külső kereslet robusztus bővülésére utalnak. A 2007 eleji külkereskedelmi adatok a kiemelkedő ütemű exportbővülés mellett az importdinamika jelentős megugrását is mutatják, ami némileg ellentmond a belső kereslet visszafogott alakulására vonatkozó várakozásainknak, ugyanakkor egybecseng a beruházási dinamika fordulópontról alkotott képünkkel. Kockázati tényezőt jelent ugyanakkor a folyó áron számolt piaci részesedés regionális versenytársakhoz képest történt relatív visszaesése, ami az árversenyképesség romlására is utalhat.²⁸

Összességében a nettó export oldaláról a teljes előrejelzési horizonton pozitív, azonban – a belső kereslet fokozatos élénkülésével összhangban – időben csökkenő mértékű növekedési hozzájárulást várunk. Míg 2007 során a gazdasági növekedés meghatározó tényezője a nettó export lesz, addig 2009-re e tétel növekedési hozzájárulása már közel semleges lesz.²⁹

3-2. ábra

A GDP-növekedés és az egyes tényezők hozzájárulása*



* Az importstatistikával kapcsolatos módszertani bizonytalanság miatt a növekedési hozzájárulásra vonatkozó ábrák, és különösen a nettó export hozzájárulások óvatosan kezelendők.

Trendforduló a beruházásokban

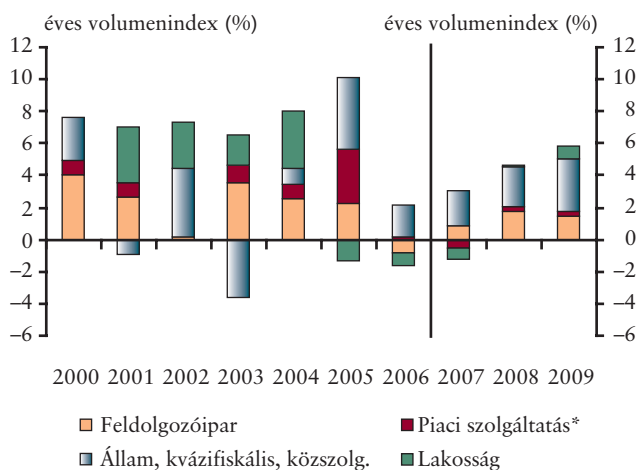
A beruházások alakulásában a 2006 utolsó három negyedévében tapasztalt visszaesést követően 2007 első felében trendfordulót várunk, amit a következő két évben moderált,

de gyorsuló növekedés követhet. A trendfordulóra utal a magas kapacitáskihasználtság, a külkereskedelmi termékforgalom-, és azon belül is főleg a beruházási célú felhasználást tükröző gépipari import 2007 elején tapasztalt alakulása, továbbá az építőipari termelés növekedésének megindulása. A beruházási dinamika azonban a korábbi konjunkturális fellendülésekor tapasztaltnál képest visszafogottabb lehet, az elmúlt évek adatai ugyanis arra utalnak, hogy a külpiacon termelő vállalatok beruházásai a korábbi időszakban megfigyeltől kisebb mértékben reagálnak a külső konjunktúra élénkülésére.³⁰

Az építési engedélyek számának alakulása azt jelzi, hogy a háztartások lakásberuházásai 2008 második felétől már némileg élénkülhetnek. Az EU-s források várható növekvő mértékű felhasználása szintén alátámasztja a visszafogott, de pozitív nemzetgazdasági szintű beruházási dinamikáról alkotott képünket.

3-3. ábra

Az egyes szektorok hozzájárulása a bruttó állóeszköz-felhalmozás éves volumenindexéhez



* A szállítás, telekommunikáció és energetika nélkül, ez utóbbiak az állami szektorban szerepelnek.

2000–2006: MNB-becslés, 2007-től: MNB-előrejelzés.

Kevésbé visszaeső jövedelmek, fogyasztásimitítás

A költségvetési kiigazítás kereslet-visszafogó hatása 2007-ben érvényesül legerősebben, a háztartások jövedelmei csökkennek, azonban ehhez a fogyasztási kiadásokkal csak részlegesen, illetve időben simítva alkalmazkodnak. A fogyasztási kiadások a rendelkezésre álló jövedelemnél kisebb mértékű lassulását, illetve visszaesését a háztartások nettó pénzügyi vagyoniuk terhére – részben pénzügyi megtakarításaik csökkentésével, részben hitelfelvétellel – fedezik. A fogyasztási és jövedelmi tényadatok, illetve az előrejelzések arra utalnak, hogy a fogyasztásimi-

²⁸ Erről részletesen lásd a 2-1. keretes írást.

²⁹ Ahogy azt az előző fejezetben is jeleztük, az import alakulását és növekedési hozzájárulását módszertani bizonytalanság övezi.

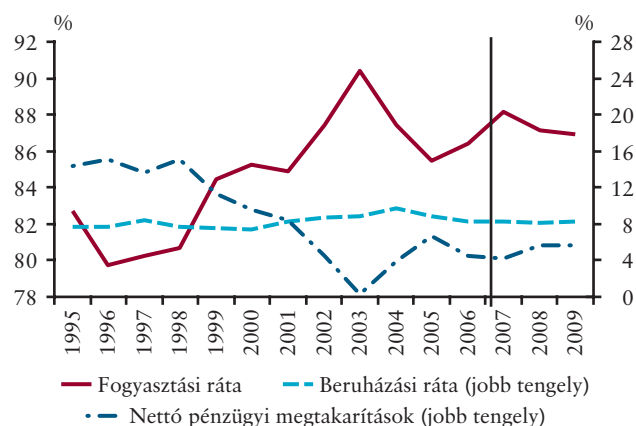
³⁰ Mint azzal korábbi elemzéseinkben már foglalkoztunk (lásd pl. Elemzés a konvergenciafolyamatokról, 2006. december), a vállalati beruházások alakulását, illetően strukturális problémák is felvetődnek. Ezek következtében jó esély van feltételezni a beruházások alacsonyabb érzékenységét a kedvező külső konjunkturális helyzetre.

tás már 2006 második felében megindult: az év második felében a kormányzati intézkedések miatt visszaeső reáljövedelemre a lakosság egyelőre nem csökkentette a fogyasztási kiadásait. 2007–2009 folyamán a lakossági fogyasztás kezdeti visszaesésével, majd fokozatos élénkülésével számolunk, az élénkülés mértéke azonban a korábbi előrejelzéseinkben feltételezetttnél nagyobb mértékű lesz, mivel az infláció reálbércsökkentő hatásának munkáltatók általi kompenzációja következtében magasabb bér- és transzferkifizetésekre számítunk.

3-4. ábra

A háztartások fogyasztási, beruházási rátái és pénzügyi megtakarításai*

(a rendelkezésre álló jövedelem százalékában)



* A ráták 2005 után MNB-becslésen alapulnak, mivel a KSH részletes lakossági jövedelemmérése még nem áll rendelkezésre.

Munkapiac: átmeneti bérgyorsulás, csökkenő munkakereslet és aktivitás

Magasabb bérpálya, horgonyzott várakozások feltételezése mellett

A horgonyzott inflációs várakozások feltételezése mellett kialakított bérpálya-előrejelzésünk alap gondolata, hogy a tényadatokban tükröződő magas bérdinamika átmeneti, de jelentős részben valós gyorsulást jelent (lásd a kifehéredésről szóló 2-2. keretes írásunkat az előző fejezetben). Az emelkedő dinamika a versenyszektor vállalatainál profitromlást eredményez, amihez azok elsősorban a későbbiekben mérséklődő bérdinamikán, illetve a foglalkoztatottság csökkenésén keresztül alkalmazkodnak. Alappályánkban – a visszaeső belső keresletből következően – azt feltételezzük, hogy a profitromlás csak mérsékelt arányomáshoz vezet. Előbbiekből következően a nominális bérpálya az előrejelzési horizont végére a középtávú inflációs céllal konzisztens dinamikát tükrözhet, ugyanakkor felfele mutató kockázatot jelent, ha az inflációs várakozások a feltételezésünkkel ellentétben mégsem horgonyzottak.

A versenyszektorban – a legutóbbi tényadatok figyelembevételével – az előrejelzési horizont elején emelkedő bérpályájá-

val számolunk, de 2007 második felétől határozott lecsengést vetítünk előre. A tényadatokban tükröződő magasabb bérdinamika magyarázatára három lehetőséget – köztük két szélső forgatókönyvet – vizsgáltunk meg, amelyek az előrejelzés szempontjából is kulcsfontosságúak.

Az egyik szélső forgatókönyv a bérek elmúlt fél évben bekövetkezett gyorsulását teljes egészében a munkapiaci kifehéredéssel magyarázza. Ennek értelmében az elmúlt hónapok kiugró bérdinamikája csupán statisztikai jelenséggént lenne értékelhető, számottevő költségnyomás nélkül. A másik szélső forgatókönyv az utóbbi időszak bérgyorsulását tartós folyamatnak feltételezi, és azt az inflációs várakozások horgonyzottságának gyengülésével magyarázza.

A fenti két szélsőséges forgatókönyv közül egyiket sem érvényesítettük az alappályában. Mint azt a 2.2. fejezetben bemutattuk, a gazdasági fehéredés önmagában nem képes magyarázni a bérek elmúlt időszakbeli gyorsulását. Ami az inflációs várakozások horgonyzottságának problémáját illeti, ugyan a beérkezett adatok továbbra sem adnak egyértelmű képet, a piaci szolgáltatások körében megfigyelhető magas bér- és viszonylag mérsékelt árdinamika arra utal, hogy – bár továbbra sem zárható ki – a várakozások horgonyzottságának gyengülése kevésbé valószínű. Előbbiekkel összevág, hogy a felmérések adatai továbbra is magas inflációs várakozásokra utalnak, azonban a legutóbbi adatok már kisebb mértékű korrekciót mutatnak. A várakozásokkal kapcsolatos bizonytalanságot az előrejelzés kockázateloszlásában jelenítettük meg.

A bérelőrejelzés alappályájában tehát azt feltételeztük, hogy a kezdeti magas bérdinamika részben valós, de a gyorsulás átmenetinek tekinthető, mivel az a munkavállalók csökkenő reálbéréit ellensúlyozó kompenzációt tükröz. Ez utóbbi forgatókönyv érvényességét több tényező is alátámasztja. A Hay Group nagyvállalatokra vonatkozó felmérése (lásd 2-3. keretes írásunkat erről az előző fejezetben) arra utal, hogy a munkaadók bizonyos mértékig kompenzálták a munkavállalók megélhetési költségeinek emelkedését, ugyanakkor árnyalja a képet, hogy a felmérés eredményei alapján az inflációs várakozások megemelkedéséből fakadó béremelés sem zárható ki egyértelműen. A munkavállalók alkupozícióját erősíthette makroszinten, hogy az alacsony munkakereslet az elmúlt időszakban nem vezetett a munkanélküliség emelkedéséhez, mivel a munkapiaci aktivitás – a korábbi emelkedő trend után – csökkenésnek indult.

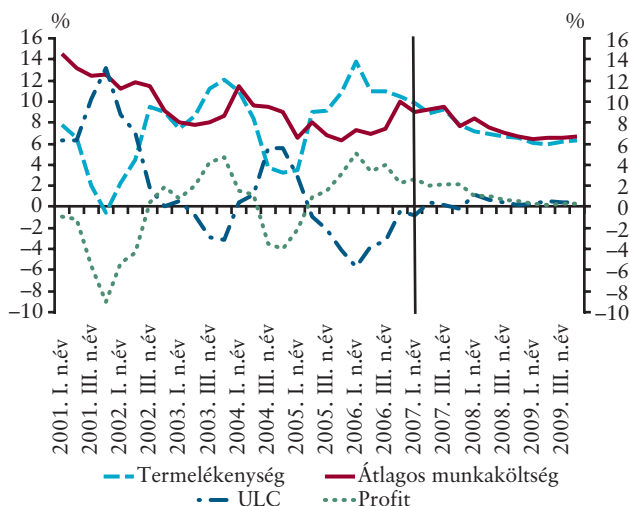
Előbbiekkel összhangban a 2007-es magas növekedést követően az előrejelzésünk alappályája szerint a versenyszektor bérdinamikája 2009-re fokozatosan visszatérhet egy alacsonyabb, 6-7 százalékos körüli szintre. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások hasonló bérdinamikája számottevően eltérő fajlagos munkakölt-

séggpályával jár együtt a teljes előrejelzési horizonton. Előrejelzésünk alappályája szerint a feldolgozóipari bérek emelkedésével összhangban lesz a termelékenység növekedése, ami a kedvező profitpálya mellett visszafogott árképzéshez vezet.

3-5. ábra

A feldolgozóipar fajlagos munkaköltségének összetevői*

(az előző év azonos negyedéhez képest)



* A gazdaság fehéredésének hatásától megtisztított mutatókon alapuló becslések.

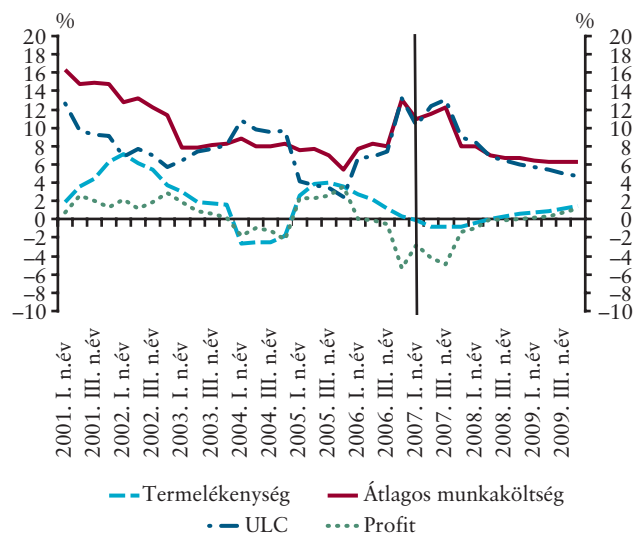
A piaci szolgáltatások esetében ugyanakkor a termelékenység számottevően lassabb növekedése folyamatos munkaköltségnyomással jár, ami miatt az alappályában viszonylag gyors bérkorrekciót, és – a visszafogott belső kereslet ellenére – részben lassú mérséklődést várunk a szolgáltatás-árdinamika terén. Inflációs kockázatot jelent ugyanakkor, ha a szektorban a bérdinamika nem, vagy csak igen lassan mérséklődik, ami a vállalatokat az alappályában bemutatottnál nagyobb ár-emelésekre kényszerítheti.

A költségvetési szektor bérdinamikájára vonatkozóan továbbra is a konvergenciaprogramban szereplő értékeket vesszük alapul, azonban figyelembe vettük a 2007 elején megkötött OKÉT-megállapodást is. A költségvetési szektorban tehát

3-6. ábra

A piaci szolgáltatások fajlagos munkaköltségének összetevői*

(az előző év azonos negyedéhez képest)



* A gazdaság fehéredésének hatásától megtisztított mutatókon alapuló becslések.

2007–2009-re visszafogott, trendjében 3 százalékos körüli bérkiáramlást feltételezünk, azonban 2009-re növekvő bizonytalanságot érzékelünk.

Lazuló munkapiac kérdőjelekkel

A foglalkoztatottak számában a költségvetési kiigazítás kereslet-visszafogó hatásával összhangban 2007-ben csökkenést várunk, amit 2008-ban és 2009-ben stagnálás követhet. A munkapiaci kínálat tekintetében szintén fokozatos csökkenést várunk, amelyet elsősorban konjunkturális tényezők magyaráznak. Mint azt a 2.2.-es fejezetben elmondtuk, az elmúlt négy hónap munkapiaci adatai arra utalnak, hogy az állásukat elvesztők egy része közvetlenül inaktivitásba vonul. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy az aktivitás szintjében némileg mérséklődik. A jelentősebb csökkenés ellen hatnak ugyanakkor a nyugdíjazás feltételeinek szigorodását okozó intézkedések is.

3-2. táblázat

Nemzetgazdasági bérelőrejelzés

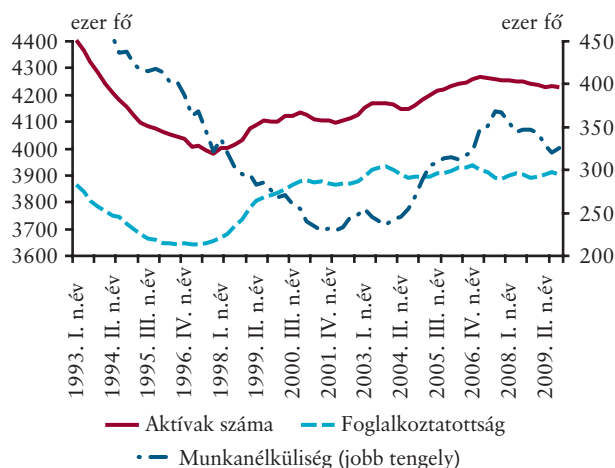
		2006	2007	2008	2009
Versenyszféra	Átlagbér	9,5	8,6	7,1	6,3
	Fajlagos munkaköltség	5,8	5,9	4,6	3,2
Államháztartás*	Átlagbér	6,4	2,7	3,1	0,9
Nemzetgazdaság	Átlagbér	8,7	7,3	6,3	5,0

* A KSH pénzforgalmi adatai alapján az MNB által becsült eredményszámlalettű tényadat és előrejelzés, amit a 13. havi bérek évek közötti áthelyezésével korrigáltunk.

A munkapiacról történő kivonulás várható mértéke bizonytalanságot jelent a munkapiac jövőbeni feszességének megítélésében. Ha ez a folyamat tartós marad, akkor a foglalkoztatottság csökkenése csupán kisebb mértékben lazuló munkapiacot eredményezhet, ami hozzájárulhat a bérinflációs nyomás tartósabb fennmaradásához.

3-7. ábra

Az aktivitás, a foglalkoztatottság és a munkanélküliség alakulása



Az infláció fokozatosan eléri a középtávú célt

Az infláció alappályája összességében nem változott számottevően a legutóbbi előrejelzésünkhöz képest, azonban némileg lassabb dezinflációt várunk. Az előrejelzés alappályájában továbbra is azzal számolunk, hogy az inflációs várakozásokat a középtávú inflációs cél lehorgonyozza. Ezt a feltételezésünket erősíti, hogy a piaci szolgáltatások körében megfigyelt, 10%-ot meghaladó bérnövekedés viszonylag mérsékelt árdinamikával párosult. Az inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések adatai ugyanakkor óvatosságra intenek, bár a legutóbbi információk szerint historikus csúcsok után csökken a várt infláció a lakossági körben.

Az infláció tetőzését 2007 első felévére várjuk, amit a költségvetési intézkedések árszintnövelő hatásainak kifutásával párhuzamosan az inflációs célhoz történő fokozatos visszatérés követ. A 2007-es 7,3 százalékos után az éves átlagos infláció 2008-ban 3,6 százalékos, 2009-ben pedig 2,8 százalékos lehet. Az éves átlagos maginfláció és a fogyasztóiár-index eltérését 2008-ban elsősorban a szabályozott árak 5 százalékos meghaladó növekedése (ezen belül is a gázárak mintegy 20 százalékos feltételezett emelkedése), míg 2009-ben a járműüzemanyag és piaci energia tételre vonatkozó technikai – a határidős olajpálya miatti – feltételezésünk árszintcsökkentő hatása magyarázza.

A maginflációs folyamat legfontosabb meghatározó tényezői költségoldalról (energiaköltségek, bérek) egy elhúzódozó, lassan csökkenő inflációs pályát indokolnának, rövidebb távon azonban a monetáris kondíciók elmúlt félévben bekövetkezett szigorodása az infláció gyorsabb csökkenését teszi lehetővé. 2008-ban és 2009-ben ugyanakkor az alappályában horgonyzott feltételezett várakozások, illetve a negatív kibocsátási rés késleltetetten megjelenő dezinflációs hatása érvényesül.

Az előrejelzést övező bizonytalanság

Az inflációra vonatkozó előrejelzésünk alappályáját kétirányú, de összességében felfele mutató kockázatok övezik. A felfele mutató kockázatok elsősorban költségoldali bizonytalansági tényezőkből származnak, ezek közül is kiemelendő az inflációs várakozások horgonyozottságának esetleges gyengülése. A kereslet oldali bizonytalansági tényezők – a gazdaság lassulásának várt nagyobb dezinflációs hatása – kisebb mértékben ugyan, de lefelé irányuló kockázatokra utalnak.

A GDP-előrejelzés alappályáját övező keresleti és költségoldali bizonytalansági tényezők összességében szimmetrikus kockázatoszlást eredményeztek.

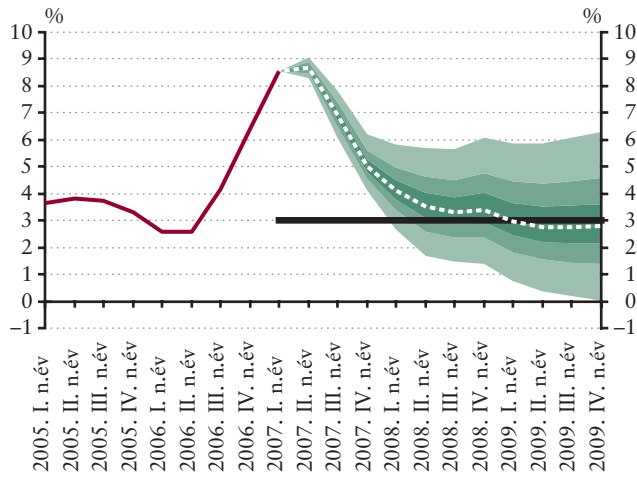
3-3. táblázat

Az inflációs előrejelzés alappályája

	2007.	2007.	2007.	2007.	2008.	2008.	2008.	2008.	2009.	2009.	2009.	2009.
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év
Maginfláció	6,4	6,8	5,6	4,3	3,7	3,4	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0
Fogyasztóiár-index	8,5	8,7	6,9	5,0	4,1	3,5	3,3	3,4	3,0	2,8	2,8	2,8
Éves átlagos maginfláció	5,7				3,4				3,1			
Éves átlagos fogy. árindex	7,3				3,6				2,8			

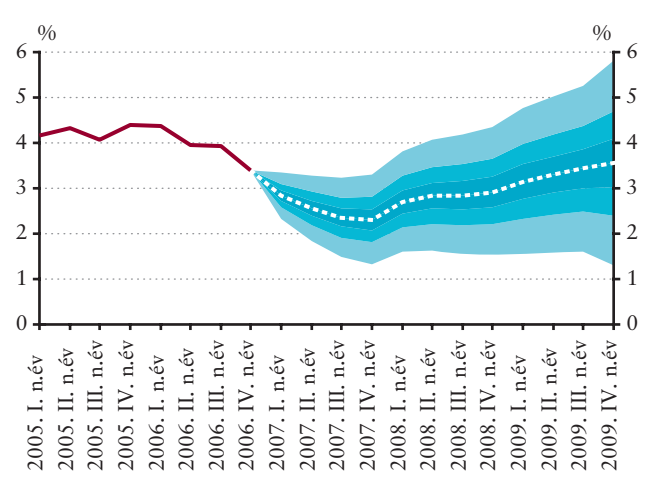
3-8. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-9. ábra

A GDP-előrejelzés legyezőábrája



4. Háttérinformációk és egyensúly





4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz

Az inflációs alapfolyamatokról alkotott képünk nem változott jelentősen a novemberi teljes körű inflációs jelentés februári frissítéséhez képest, azonban a munkapiaci folyamatok alakulását inflációs szempontból a korábbiaknál kedvezőtlenebbül ítéljük meg. Ez utóbbiakkal kapcsolatos dilemmáinkat azonban csak részben érvényesítettük az alappályában, mivel az eddig bekövetkezett bérdinamika-gyorsulást az előrejelzési horizonton – a vállalatok alkalmazkodási kényszeréből fakadóan – nem vetítettük előre, hanem gyors bérrkorrekciót feltételeztünk. A bérdinamika esetleges tartós gyorsulását egyelőre csak kockázatként értékeljük.³¹

Továbbra is úgy látjuk, hogy – a februári jelentéssel összhangban – az éves fogyasztóiár-index a 2007 első félévére várt tetőzése után fokozatosan visszatér a középtávú inflációs célhoz, de most 2007-ben alig alacsonyabb inflációt, utána viszont lassabb inflációmérséklődést várunk. Ebben a fejezetben azt elemezzük, hogy milyen tényezők magyarázzák az aktuális

előrejelzésünk eltérését a februári részleges előrejelzéshez képest.

Az aktuális előrejelzésünk szerint 2007 második negyedévétől némileg gyorsabb lehet a dezinfláció, így a fogyasztói árak éves átlagos növekedési üteme az alappályánkon 7,3 százalékos lesz, majd lassabb ütemben csökken 2008-ban 3,6 százalékra. A fogyasztói árak emelkedése a monetáris politika másfél-két éves horizontján belül, de csak 2009 elején éri el a 3 százalékos inflációs ütemet. Az infláció némileg eltérő lefutásához alapfeltevéseink, és a világképünk – a beérkezett makrogazdasági információk miatti – változása egyaránt hozzájárult.

Ami alapfeltevéseinket illeti, a forint árfolyamára tett szabályalapú feltevésünk 3 százalékkal erősebb (február: 254, május: 246 Ft/euro), aminek következtében az importárak révén némileg alacsonyabb lett a 2007-es és 2008-as előrejelzésünk.

4-1. táblázat

Az aktuális előrejelzés eltérésének főbb tényezői a februári jelentéshez képest

	2007	2008
Importárak/árfolyam	↓	↓
Szabályozott árak	↓	↑
Olajárpálya*	↑	↑
Munkapiaci folyamatok	↑	
Feldolgozatlan élelmiszerek	↑	↑
Összesen	↓	↑

* A szabályozott árakra gyakorolt hatást nem tartalmazza.

4-2. táblázat

Főbb feltevéseink változása a februári frissítéshez képest*

	2007. február		Aktuális		
	2007	2008	2007	2008	2009
Jegybanki alapkamat (%)**	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Forint/euro árfolyam	253,8	253,8	247,6	246,0	246,0
Dollár/euro árfolyam (cent)	130,0	130,0	134,0	135,0	135,0
Brent olajár (dollár/hordó)	57,2	60,7	65,8	70,3	69,6
Brent olajár (forint/hordó)	11 157	11 846	12 132	12 797	12 685

*Éves átlagok, a 2007. áprilisi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

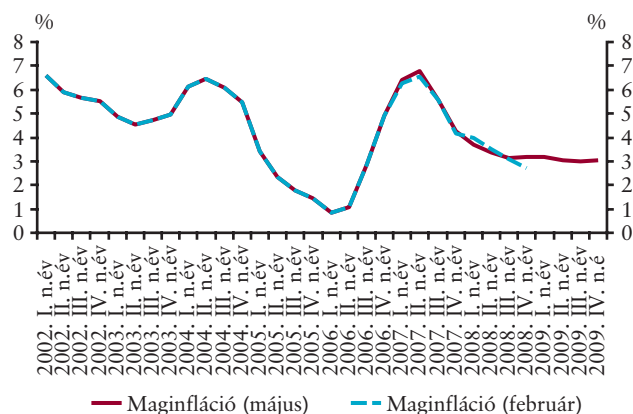
** Év végi értékek.

³¹ A jelentésben bemutatott előrejelzéshez a 2007. május 11-ig beérkezett információkat vettük figyelembe.

4-1. ábra

A maginflációs előrejelzésünk változása

(változás az előző év azonos időszakához képest)



Ezzel szemben az euróban kifejezett világpiaci olajárakra tett jelenlegi feltevésünk – mely előrejelzésünkben közvetlenül a járműüzemanyag- és a piaci energiaárakra hat – számottevően magasabb, mint a februári. Az olajárfeltevésünk változása – az emiatt bekövetkező gázár- és távhőemelést is figyelembe véve – 0,3, illetve 0,4 százalékponttal magasabb inflációt mutat a 2007-es illetve 2008-as előrejelzésünkben.³²

2007-ben alacsonyabb infláció irányába hat a szabályozott árakra vonatkozó feltevéseink változása. Ebben figyelembe vettük a gyógyszerárak összességében kisebb emelkedését, valamint azt, hogy a lakosság kiterjedtebb körben vesz igénybe energiaár-támogatást.

A februári jelentés elkészítése óta beérkezett inflációs tényadatok alig befolyásolták az inflációs előrejelzésünket. Míg az első negyedéves fogyasztóiár-index 2007-ben 0,1 százalékponttal alacsonyabb novemberi előrejelzésünkénél, ugyanezen időszak maginflációja 0,1 százalékponttal magasabb a prog-

nózisnál. Egyes feldolgozatlan élelmiszerek (burgonya, gyümölcs) tartósan magasabb árszintje szintén emeli az előrejelzést.

A munkapiaci előrejelzésünkre vonatkozóan februárban még több tényezőt illetően is bizonytalanok voltunk. A tényadatokban mutatkozó magas bérdinamikáról nem lehetett eldönteni, hogy milyen mértékben tudható be a gazdaság kifehéredésének, a magasabb megélhetési költségek (egyszeri) kompenzációjának, avagy az inflációs várakozások megemelkedésének. Az azóta beérkezett adatok elemzéséből arra következtethetünk (lásd a 2-2. keretes írást), hogy bár mérhető a kifehéredés hatása, ez azonban önmagában nem magyarázza meg teljes egészében a magasabb bérdinamikát. Emellett a Hay Group kérdőíves felmérése arra utal, hogy a vállalatok 2007-ben az előző évinél nagyobb mértékű béremelést terveznek, s ezt jelentős részben a megélhetési költségek emelkedésével magyarázzák (lásd a 2-2. keretes írást).

A gazdaság növekedési kilátásait alapvetően két tényező változása vezérli. Egyrészt a vártnál kedvezőbb külső konjunktúra miatt nagyobb exportnövekedéssel számolunk. Mivel azonban az importfolyamatokban is a vártnál nagyobb élénkület tapasztalhattunk, a kedvezőbb külső konjunktúra a nettó exportelőrejelzésünket nem változtatta érdemben.

Ezzel egyidejűleg a korábbiaknál magasabb bér- és pénzbeni transzferpálya a lakossági fogyasztás előrejelzésünket emeli. Mivel a fogyasztásra beérkező tényadatok a vártnál némileg alacsonyabbak lettek, a magasabb jövedelemkiáramlás első sorban a 2008-as előrejelzésünket növeli. Így összességében az idei évre a februári képünkkel összhangban várjuk a gazdaság lassulását, a jövő évi GDP növekedésére tett előrejelzésünket viszont enyhén emeltük, döntően a korábban vártnál erősebb belső kereslet miatt.

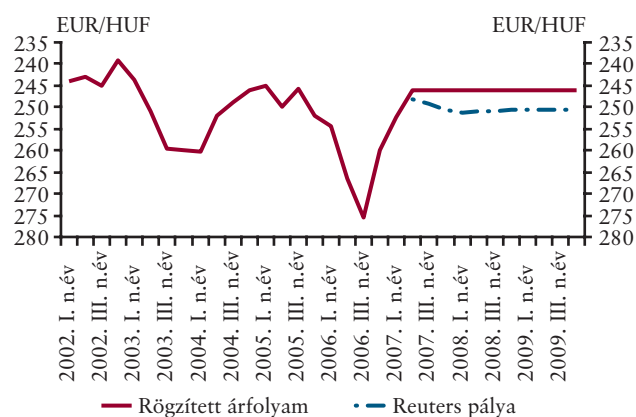
³² Az olajárak magyar gazdaságra vett hatásával részletesen foglalkozott a 2004. augusztusi inflációs jelentés keretes írása. Mint azt részletesen bemutattuk, egy 10 százalékos olajár-emelkedés kb. 0,4 százalékkal emeli meg a fogyasztóiár-szintet abban az esetben, ha a regulált árak is követik az importált energiaköltségek emelkedését. Általában azonban elmondható, hogy mivel az elmúlt időszakban a gázár kompenzáció mértéke csökkent, és előre tekintve is a kompenzációs kassza mérséklésére számítunk, a lakossági energiaárak az importköltségek emelkedésénél nagyobb mértékben növekednek az elkövetkező időszakban. Mivel azonban februárhoz képest a kompenzációs rendszerről alkotott képünk nem változott, a februári prognózishoz képesti változás a szabályozott ár soron kizárólag az importált energiaköltségek változásából adódik, a 2004. augusztusi jelentésben bemutatottaknak megfelelően.

Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása

Megvizsgáltuk, hogyan alakulna előrejelzésünk, ha az áprilisi Reuters-felmérésben szereplő átlagos árfolyam- és kamatvárakozásokat alkalmaztuk volna alapfeltevésünkben. Az alapelőrejelzés feltevéseihez képest az elemzők 2007 és a következő két év végére közel 1,9 százalékkal gyengébb árfolyamot várnak (251 forint/euro), míg a jegybanki alapkamat tekintetében 2007 végéig hozzávetőleg 100 bázispontos, majd 2008 végéig újabb 100 bázispontos csökkenést valószínűsítene. Ezen feltételezéseket az előrejelzésünkre alkalmazva a 2007. évi éves fogyasztóiár-indexben alig 0,1 százalékpontos, míg a 2008. és 2009. évi inflációban rendre 0,2 és 0,1 százalékpontos emelkedést okoz. Kisebbségi mértékű volna a változás a bruttó hazai termék növekedési ütemére vonatkozóan, itt jövőre egy tized, 2009-ben pedig fél tized százalékponttal magasabb ütemet jelezne előre.

4-2. ábra

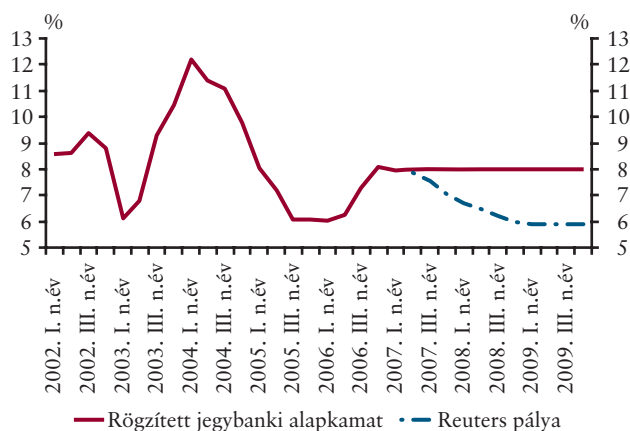
Árfolyampálya a Reuters áprilisi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése szerint*



* Fordított skála.

4-3. ábra

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



Előrejelzésünk összevetése más intézetek prognózaival

Az infláció tekintetében 2007-re a legtöbb nemzetközi intézet – amelyek legfrissebb előrejelzései is esetenként több hónappal korábban készültek – alacsonyabb értéket jelez előre, mint az MNB, míg a Reuters által áprilisban megkérdezett elemzők átlagos prognóza alig tér el az MNB prognózisától. Ezzel szemben 2008-ra már az MNB előrejelzése található az alacsonyabb értékek között, de ez esetben is az elemzők által megadott értékek belül van.

A gazdasági növekedésről alkotott képünk 2007–2008-ra összhangban van a legtöbb előrejelzővel. 2007-ben mi alacsonyabb folyó fizetésimérleg-hiányra számítunk, mint a nemzetközi előrejelzők többsége, míg a Reuter-felmérés középértéke megegyezik az MNB előrejelzésével. 2008-ra már nincs markáns eltérés a prognózisokban. Az államháztartási hiány tekintetében az MNB mindkét évre pozitívabban ítéli meg az ESA-95 hiánymutató várható alakulását.

4-3. táblázat

Előrejelzéseink változása 2007. februárhoz képest

	2006	2007		2008		2009	
	Tény	Előrejelzés					
		Február***	Aktuális	Február***	Aktuális	Február***	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	2,4	5,6	5,7	3,3	3,4	x	3,1
Fogyasztóiár-index	3,9	7,4	7,3	3,4	3,6	x	2,8
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	3,8	2,5	3,0	2,2	2,4	x	2,4
Fiskális keresleti hatás ²	0,8	x	-3,4	x	-1,7	x	-0,4
Lakossági fogyasztás	1,2	-0,9	-0,8	0,5	0,6	x	1,8
Memo: Lakossági fogyasztási kiadás	1,5	x	-0,6	x	1,2	x	2,2
Állóeszköz-felhalmozás	-1,8	2,3	2,3	4,3	4,6	x	5,9
Belföldi felhasználás*	0,5	0,5	0,0	1,6	1,7	x	3,2
Export	18,0	12,1	15,3	10,2	11,8	x	9,5
Import* ³	12,6	9,4	12,2	9,0	10,7	x	9,4
GDP	3,9	2,5	2,5	2,6	2,8	x	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya ³							
A GDP százalékában*	5,8	↓ (5,5)	4,7	↓ (4,3)	4,4	x	4,2
Milliárd euróban*	5,2	↓ (5,2)	4,9	↓ (4,3)	4,9	x	4,9
Külső finanszírozási igény ³							
A GDP százalékában*	5,0	↓ (4,1)	3,3	↓ (2,6)	2,3	x	1,8
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,7	x	7,2	x	6,2	x	5,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,6	x	-0,6	x	-0,1	x	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset	9,5	↔ (7,3)	8,6	↔ (7,0)	7,1	x	6,3
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,3	↔ (0,3)	0,0	↔ (0,5)	0,1	x	0,1
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,8	x	5,9	x	4,6	x	3,2
Lakossági reáljövedelem	0,1**	↓ (-3,8)	-2,8	↔ (1,7)	2,3	x	2,3

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 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. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben. ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

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

** MNB-becslés.

***A nyilak azt jelzik, hogy a novemberi előrejelzésünk feltüntetett adataihoz képest az inflációs jelentés februári frissítésében milyen irányú kockázatokat vettük figyelembe.

4-4. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2007	2008
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
MNB (2007. május)	7,3	3,6
Consensus Economics (2007. március) ¹	6,2–6,9–7,3	3,3–3,7–4,5
OECD (2006. november)	6,7	4,1
Európai Bizottság (2007. tavasz)	7,5	3,8
IMF (2007. április)	6,4	3,8
Reuters-felmérés (2007. április) ¹	6,3–7,2–7,7	3,2–3,6–4,0
Világbank (2007. január)	6,2	-
GDP (éves növekedés, %)		
MNB (2007. május)	2,5	2,8
Consensus Economics (2007. március) ¹	1,8–2,4–3,0	2,4–3,0–3,7
OECD (2006. november)	2,2	3,0
Európai Bizottság (2007. tavasz)	2,4	2,6
IMF (2007. április)	2,8	3,0
Reuters-felmérés (2007. április) ¹	2,2–2,5–2,8	2,8–3,1–3,6
Világbank (2007. január)	2,2	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (Mrd euro/dollár)		
MNB (2006. május) (Mrd euro)	4,9	4,9
Consensus Economics (2007. március) ¹ (Mrd dollár)	4,6–6,5–7,5	4,0–6,3–8,2
Reuters-felmérés (2007. április) ¹ (Mrd euro)	4,2–4,9–6,0	3,6–4,7–6,4
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)		
MNB (2007. május)	4,7 ³	4,4
OECD (2006. november)	6,3	5,6
Európai Bizottság (2007. tavasz)	3,5	2,2
IMF (2007. április)	5,7	4,8
Világbank (2007. január)	5,9	-
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)		
MNB (2007. május)	6,0	4,0
Consensus Economics (2007. március) ¹	6,4–6,8–7,5	3,6–4,7–6,0
Európai Bizottság (2007. tavasz)	6,8	4,9
Reuters-felmérés (2007. április) ¹	5,5–6,4–7,1	3,7–4,5–5,0
Világbank (2007. január)	5,1	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések		
MNB (2007. május)	6,8	5,5
OECD (2006. november) ²	6,3	7,4
Európai Bizottság (2007. tavasz) ²	8,1	7,3
IMF (2007. április) ²	6,3	6,5
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések		
MNB (2007. május)	3,0	2,4
OECD (2006. november) ²	2,6	2,6
Európai Bizottság (2007. tavasz) ²	3,2	2,9
IMF (2007. április) ²	2,8	2,7

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 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. ³ Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó hatását.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London), Eastern Europe Consensus Forecasts (2007. március); European Commission Economic Forecasts, 2007. tavasz; IMF World Economic Outlook (2007. április); Reuters-felmérés 2007. április, World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (2007. január); OECD Economic Outlook (2006. november).

4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

Az államháztartás eredményszámlájának (ESA szerinti) hiánya előrejelzésünk szerint mind 2007-ben mind 2008-ban alacsonyabb lehet a Magyarország konvergenciaprogramjában szereplő hiányszintnél, ugyanakkor 2009-re további intézkedések nélkül a költségvetési kiigazítás dinamikája lelassul. A kiigazítás dinamikájának lelassulása következtében alap-előrejelzésünk némileg magasabb a konvergenciaprogramban 2009-re kitűzött hiánycélnál.

A 2006-ban meghirdetett fiskális konszolidáció kezdetben erősen támaszkodik az állami bevételek növelésére, az adóalapok kiszélesítésén és az adóterhelés (adókulcsok) növelésén keresztül. Az intézkedések hatására a bevételek (adó- és járulékbévételek) GDP-arányos szintje 2007-ben jelentősen megemelkedett, ugyanakkor a lépések az adóalapok, így a fogyasztás és a rendelkezésre álló jövedelem mérséklődését is okozzák. Ennek következtében az államháztartás bevételi oldala a kezdeti emelkedés után, hosszabb távon a GDP arányában mérséklődésnek indul, azaz 2008-tól a bevételi oldali folyamatok nem segítik a költségvetési hiány további csökkenését.³³

Kiadási oldalon a kiigazítás hatásai fokozatosan jelentkeznek, a kezdeti lépések közül kiemelendőnek tartjuk a társadalombiztosítási kiadások visszafogását, a támogatási rendszerek le-

építését, az állami bérek befagyasztását célzó intézkedéseket. A költségvetési kiigazítás első két évében a hosszú távú kiadáscsökkentő intézkedések mellett jelentős deficitcsökkentő hatása van az ún. egyszeri kiadási tételek gyors csökkenésének, illetve kiesésének (autópálya-építések, MÁV-tőkejuttatás, Gripen repülőgépek stb.). Ez utóbbiak együttes hatása 2008-ban körülbelül a GDP 1,0 százalékára becsülhető. Az egyszeri tételeken felül az ártámogatási rendszerek (gyógyszer, gáz, távolsági közlekedés stb.) fokozatos leépítése tartós hatású intézkedés, s a teljes időhorizonton hozzájárul a kiadások szintjének csökkentéséhez, az alacsonyabb deficit szint stabilizálásához.

Alap-előrejelzésünk bizonytalansága a historikus mértékhez képest magas, egyrészt a makrogazdasági folyamatok bizonytalansága is a szokásosnál nagyobb, továbbá, az intézkedések megvalósulását befolyásolhatja az Alkotmánybíróság kontrollja, valamint az önkormányzati alrendszer reakciója, az önkormányzatok hiánykiigazításának mértéke és üteme. Alapvetően 2008–2009-re alapvetően a konvergenciaprogramban szereplő intézkedések maradéktalan megvalósulásával számoltunk, az intézkedések megvalósítási kockázatát alap-előrejelzésünk nem tartalmazza, mivel a tervezett intézkedések elmaradása egy alapvetően más fiskális és makrogazdasági pályát jelentene.

4-5. táblázat

A fiskális hiánymutatók várható alakulása

(a GDP százalékában)

	Előzetes tény	Előrejelzés			
	2006	2007	2008	2009	
1. GFS-egyenleg	-9,4	-6,1	-4,2	-3,8	
2. Ebből elsődleges egyenleg	-5,6	-2,3	-0,5	-0,2	
3. ESA-egyenleg korrekciói	0,2	0,1	0,3	0,3	
4. ESA-egyenleg (1+3)	-9,2	-6,0	-4,0	-3,5	
5. Kvázifiskális kiadások és egyéb korrekciók	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	
6. Kiegészített (SNA) egyenleg (4+5)	-9,9	-6,8	-5,1	-4,6	
7. Kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg	-6,1	-2,8	-1,2	-0,9	
8. Fiskális keresleti hatás	0,8	-3,4	-1,6	-0,3	
Memo:					
ESA-egyenleg Konvergenciaprogram – 2006. december	10,1	6,8	4,3	3,2	

³³ Itt jegyezzük meg, hogy a kormány konvergenciaprogramja is számolt ezzel a jelenséggel.

4-1. keretes írás: Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések

Az időszak egészére a prognózis készítésekor azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a központi költségvetés kiadási oldalán jelentkező megtakarítások elköltésre kerülnek, de egyúttal azt is feltételeztük, hogy a bevételi oldal túlteljesüléséből adódó bevételi többletet a mindenkorhi deficit csökkentésére fordítja a kormányzat.

A már ismert bevételnövelő intézkedések várható hatásait saját számításokkal, az MNB makrogazdasági prognózisával összhangban készítettük el (adókat, adóalapokat és járulékokat érintő intézkedések).

A bejelentett, de még végre nem hajtott intézkedéseknél azzal számoltunk, hogy az intézkedések a tervezett időpontban megvalósulnak, hatásuk a konvergenciaprogramban jelzett mértékű lesz.

A bejelentett vagy végrehajtott kiadáscsökkentő intézkedések esetében a nyílt végű kiadások többségére (pl. nyugdíjkiadás; önkormányzati beruházás stb.) saját előrejelzést készítettünk.

Az állami béreknél a hároméves bérmegállapodás teljes körű megvalósítását feltételeztük. A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű előirányzatok egyéb kiadási tételeire azzal a feltevéssel éltünk, hogy azok 2008-ban és 2009-ben a GDP változásával arányosan nőnek, korrigálva az „extra” egyedi kiadások általunk ismert változásaival (pl. MÁV-feltőkésítés, autópálya-építés stb.)

A kamategyenlegre a forward hozamgörbe és az ÁKK Zrt. finanszírozási tervének felhasználásával saját becslést készítettünk.

Azzal a feltevéssel éltünk, hogy az eredetileg csak egy átmeneti időszakra bevezetett adónemek 2009 végéig fennmaradnak (társas vállalkozások különadója, hitelintézeti járadék, magánszemélyek különadója).

Az Európai Unió és a magyar államháztartás várható pénzügyi egyenlegénél a Pénzügyminisztérium aktuális előrejelzésének teljesülését illesztettük be alappályánkba. Ennek felhasználásával, saját számításokkal becsültük meg az államháztartás várható beruházási kiadásait, a társfinanszírozás várható költségeit.

Az önkormányzatok várható egyenlegénél alapesetben a múltbeli tapasztalatokból leszűrhető költségvetési (alkalmazkodási) ciklus lefutását feltételeztük, az időszak végére az alrendszer hiánya visszaáll a szokásos – a GDP 0,2 százaléka körüli – szintre. Az ennél magasabb hiány esetleges kialakulását a kockázatok között szerepeltettük.

A metróberuházásnál nem számoltunk az európai uniós források bevonásának hatásával, amely jelentősebb lefelé irányuló kockázatot jelent.

Költségvetési bevételek alakulása 2007-től 2009-ig

A költségvetés konszolidációs programja, illetve az annak alapján készített konvergenciaprogram a kiigazítás első éveiben (2006-ban és 2007-ben) fokozott mértékben támaszkodik a GDP-arányos adó- és járulékbévételek-szint növelésére, az adóalapok kiszélesítésével és az adóráták emelésével.

Tavaly az év utolsó negyedében az adóbevételek összességében kedvezőbben alakultak várakozásainknál. Ez a PM számításai szerint alapvetően a gazdaság kifehéredésével magyarázható. Nem zárva ki ezt az eshetőséget, megjegyezzük, hogy a mi prognózisunkhoz képest a bevételekben kisebb meglepetés volt, mint a PM esetében.³⁴

Előrejelzésünkben ugyanakkor azzal számoltunk, hogy a bázis-évben (2007-ben) jelentkező többletbevétel a GDP arányában csökkenésnek indul. Mindez alapvetően az adóalapok (reálbérek és fogyasztás) GDP-től elmaradó növekedéséből adódik.

Mivel a vásárolt fogyasztás és a közösségi fogyasztás növekedési indexe a vizsgált években alacsonyabb lesz a folyó áras GDP-növekedési üteménél, ezért az áfabevételek GDP-arányos szintje mindkét évben mintegy 0,3 százalékponttal csökken. Makrogazdasági előrejelzésünk szerint a nemzetgazdasági keresettömeg-növekedés dinamikája is alacsonyabb lesz a GDP növekedésénél, így a járulék- és személyi jövedelemadó-bevételek is körülbelül a GDP 0,2 százalékpontjával mérséklődnek a következő két évben.

A vállalati adóknál ez a hatás jóval moderáltabb, mivel azt feltételezzük, hogy a vállalati profitok növekedése megegyezik a GDP növekedési ütemével, ugyanakkor néhány vállalati adónemnél (játékadó, bányajáradék, eva) a GDP növekedésétől elmaradó adóbevételi dinamikát becsültünk. Jövedéki adóknál a legnagyobb súlyt képviselő üzemanyagok jövedékiadó-alapja feltételezhetően csak a volumennel nő, a dohánytermékek jövedékiadó-terhelése már az időszak során eléri az uniós követelményszintet, s ezért ennél az adónemnél a bevételek reálértékének tartása nem valósulhat meg. Emellett a többi adónem esetében sem várunk további adóterhelés-növeke-

³⁴ Ami a részleteket illeti, a társasági adóból, jövedéki adókból és társadalombiztosítási járulékból magasabb bevételt realizált az államháztartás, a személyi jövedelemadó-bevétel várakozásainkkal megegyező volt, a pénzforgalmi áfabefizetések elmaradtak előrejelzésünkötől, de az eredménysszemléletű áfabevétel már közel a vártak megfelelően alakult.

dést. Alap-előrejelzésünk szerint (4-5. táblázat) a következő két évben az adó- és járulékbételek visszaesése a GDP mintegy 1,0 százalékpontjával növelné a hiány szintjét.

Összegezve elmondható, hogy alap-előrejelzésünk szerint a központi költségvetés és a társadalombiztosítás tartós bevételeit biztosító, a bevételi szint túlnyomó részét meghatározó adó- és járulékbételek a 2007. évről 2009-re a konvergenciaprogramban feltételezett mértékben esnek vissza, de a programban feltételezettől magasabb bevételi szintről. Mivel – a gazdasági növekedés dinamizálása céljából – hosszabb távon mindenképpen a GDP-arányos adóbevételek csökkentése lehet a fiskális politika célja, ezért önmagában ez a folyamat nincs ellentmondásban egy sikeres költségvetési kiigazítással. Az adórendszer jövőbeni átalakítása további impulzust adhat a gazdasági növekedésnek, feltéve, hogy a rendszer átalakítása nem a jövedelmek adóterhelésének növelését, hanem az adóalapok kiszélesítésén keresztül az aránytalan adóterhelés szétterítését, s ebből következően az egységnyi adózott jövedelem adóterhelésének mérséklését biztosítja.

Költségvetési kiadások alakulása 2007-től 2009-ig

A kiadási oldal 2007-ről 2008-ra való csökkenése még mindig jelentős, de annak túlnyomó részét az egyszeri kiadások változása (csökkenése) okozza, ezek együttes hatása a GDP 1,0 százalékára becsülhető.³⁵ A közszolgáltatási szektorra vonatkozó bérmegállapodás – amennyiben teljeskörűen betartják – 2007-ben és 2008-ban összességében mintegy 0,5 százalékpont körüli mértékben járulhat hozzá a hiánycsökkentéshez. Számításaink szerint a bérmegállapodás 2009-re vonatkozó része csak kismértékű reálbéremelést tartalmaz a közszférában dolgozók számára, az itt látható feszültségeket a 2009. évi kockázatok között jelenítettük meg (lásd később).

A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű kiadási előirányzatoknál 2007-re teljesíthetőnek tartjuk a Pénzügyminisztérium által várt kiadásteljesülést, azzal a kiegészítéssel, hogy az év első hónapjainak folyamatai alapján a kockázatok kismértékben aszimmetrikusak a magasabb kiadásteljesülés irányába. A következő két évre a dologi kiadásokat és az egyéb fejezeti kiadásokat a GDP arányában változatatlannak tételeztük fel.

Jelentős költségvetési kiigazítás valósult meg a gyógyszer-támogatásoknál. A meghozott intézkedések tartós kiadás-

csökkentést jelentenek, mivel nemcsak a támogatások mértéke módosult, hanem a készítmények támogatásához kötődő árképzés rendszere is alapvetően megváltozott.

A nyugdíjkiadásoknál úgy látjuk, hogy a svájci index korábbi évekre jellemző kiadáscsökkentő hatását ellensúlyozza, sőt kismértékben visszafordítja a kis összegű nyugdíjakra vonatkozó korábbi kormányhatározat végrehajtása, valamint a nyugdíjak számának várható növekedése és az összetétel-változás folyamata. A nyugdíjszámítás alapjának megváltoztatása – helyettesítési ráta és a keresetek valorizációjának megváltozása – az alacsonyabb nyugdíjkifizetések irányába hat, de ez a hatás csak hosszabb távon válik meghatározóvá. Ezt mutatja az is, hogy a GDP-arányos nyugdíjkifizetések 2009-ben a 2006. évi szintnél némileg magasabbak lesznek. A kordedvezményes nyugdíjazás feltételrendszerének módosításából 2007–2009 között számottevő kiadásmegtakarítást nem várunk.

Jelentős költségvetési kiigazítás zajlik a közszolgáltatások területén. A kiigazítás elsősorban az ár- és díjbevételek növelésén és az ártámogatások egyidejű csökkentésén keresztül valósult meg. Ezek az intézkedések több területen tartós kiigazításnak tekinthetők (gáz, kommunális szolgáltatások), s a szabályozott árak alakulására vonatkozó előrejelzésünkkel összhangban előrejelzésünk az ilyen típusú támogatásoknál permanens reálérték-csökkenést tartalmaz.

A 2007. évi hiány-előrejelzés és kockázatai

Az ESA-hiányra vonatkozó, GDP-arányosan 6 százalékos alap-előrejelzésünk arra a feltételezésre épül, hogy a költségvetési törvényben meghatározott ún. egyensúlyi tartalékokat – a GDP mintegy 0,4 százalékának megfelelő kiadási előirányzatokat – az állam teljeskörűen elkölti.³⁶

Az ESA-hiányra vonatkozó előrejelzésünk – a novemberi előrejelzéshez képest – a GDP mintegy 1 százalékpontjával alacsonyabb hiányszintet tartalmaz. (Novemberben alappályánk 6,5 százalékos hiányszint kialakulását valószínűsített, de ahhoz a GDP 0,4 százaléka körüli egyensúlyi tartalékkeret végleges befagyasztása tartozott.) Előrejelzésünk jelentősebb revízióját részben a 2006. évi költségvetési folyamatok – általunk vártnál is – kedvezőbb alakulása, valamint előrejelzési szabályaink indokolják. Ez utóbbira példa a gyógyszer-támogatási előirányzatra vonatkozó előrejelzésünk változása.³⁷

³⁵ Ilyen nagyobb egyszeri tételek: a Gripek-beszerzési egyszeri költségei 0,3 százalékponttal, az autópálya-építések 0,7 százalékponttal, a MÁV feltökésítésének változása 0,3 százalékponttal csökkenti a hiány szintjét, ugyanakkor a metróberuházás költségeinek változása 0,3 százalékponttal megemeli a kiadásokat 2007-hez képest.

³⁶ A költségvetési törvény felhatalmazza a kormányt arra, amennyiben a költségvetés bevételi előirányzatai túlteljesülnek, akkor az év közben zárolt tartalék-előirányzatokat visszatöltse, és a tartalék-előirányzatokat felszabadítsa.

³⁷ November elején még nem volt törvénybe iktatva a gyógyszer-gazdaságossági törvény, így a kormányzat terveit – előrejelzési szabályaink alapján – nem tudtuk alap-előrejelzésünkben figyelembe venni. A gyógyszer-gazdaságossági törvény elfogadását és a támogatott gyógyszerek támogatási mértékeinek bejelentett változásait számszerűsítve a GDP 0,25 százalékpontjával mozdult el előrejelzésünk a kisebb hiány irányába.

4-6. táblázat

A 2007. évi pénzforgalmi hiányra vonatkozó előrejelzésünk változásának tényezői

(a GDP százalékában)

1. Adó- és járulékbévételek változása	0,55
2. Egyéb bevételek változása	0,30
3. Szervek nettó kiadásai	-0,25
4. Nyugdíj-, gyógyszer-, egészségügy kiadások	0,15
5. Nettó egyéb kiadások	0,10
6. Kamategyenleg változása	0,05
7. Változók összesen (1+...+6)	0,90

A pénzforgalmi hiányra vonatkozó alap-előrejelzésünk a GDP 0,9 százalékpontjával alacsonyabb a novemberi alappályánknál. Alapvetően a bevételi oldal alakul másképp, mint azt korábban gondoltuk. A fennmaradó 0,1 százalékpont eltérést az eredményszemléletű korrekciók változása okozza. A pénzforgalmi egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változását az alábbi táblázat tartalmazza. Megjegyezzük, a költségvetés kiadási oldalát leginkább determináló költségvetési intézményi és fejezeti kiadásoknál a Pénzügyminisztérium áprilisi előrejelzésének végrehajtását feltételezi alap-előrejelzésünk. Ez előrejelzési szabályainkból adódik, ugyanakkor az első négy hónap teljesülése alapján megvalósíthatónak tartjuk a pénzügyi kormányzat prognózisát.

A 2007. évi alap-előrejelzésünkéről elkészítettük szokásos szakértői kockázati tartományunkat is. Az ESA-egyenleg alappályánkhöz összességében a GDP 1,3 százalékat kitevő kockázati tartományt becsültünk. A magasabb hiány irányába mutató kockázatok elsősorban a kiadási tételekhez köthetők, ideértve az önkormányzatok magasabb hiányszintjének kockázatát is. Az állami szektorban tervezett bérbe-
gyasztás érvényesítése az önkormányzatoknál és azok intézményrendszerénél kérdéses, mivel ennek a körnek a bérpolitikájára a központi kormányzatnak nincs közvetlen ráhatása. Alap-előrejelzésünk azzal a feltételezéssel készült, hogy az egyensúlyi tartalékok elköltésre kerülnek, ezért ha a kockázaterzékelésünk kedvezőtlen irányú folyamatai dominálnának az év hátralévő részében, az egyensúlyi tartalékok végleges zárolása biztosítaná a konvergenciaprogramban szereplő 6,8 százalékos eredményszemléletű hiányszint teljesítését.

Az alappályánál alacsonyabb hiány kialakulásának kockázatát elsősorban az adó- és járulékbévételek oldaláról látjuk, itt elsősorban a fogyasztáshoz kötődő adóbevételek túlteljesülése emlithető meg, de az adóbeszedési hatékonyság javításából származó bevételi többletek kockázatát is itt vettük figyelembe.

Kockázaterzékelésünk a szokásos makrogazdasági típusú kockázatokat tartalmazza³⁸, s nem foglalja magában azt az „ext-

4-7. táblázat

2007-es hiány-előrejelzésünk bizonytalansága

(a GDP százalékában)

Alacsonyabb hiány	GFS-egyenleg alap – előrejelzése: –6,1 százalék		Magasabb hiány
Alap-előrejelzésnél magasabb adó- és járulékbévételek	0,3	Alap-előrejelzéstől elmaradó adó- és járulékbévételek	–0,3
Alacsonyabb nyugdíjkiadások	0,1	A költségvetési szervek és fejezetek előirányzatot meghaladó kiadásai	–0,2
Alacsonyabb gyógyszerkiadások	0,1	A társadalombiztosítás tervezettnél nagyobb kiadásai (nyugdíj, gyógyszer)	–0,2
Elkülönített alapok magasabb többlete	0,1	Önkormányzatok magasabb hiánya	–0,2
		Tervezettnél magasabb adósságátvállalás	–0,2
		Elkülönített alapok magasabb hiánya	–0,1
Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre	0,6	Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre	–1,2
Kedvező esetben GFS-hiány	–5,5	Kedvezőtlen esetben a GSF-hiány	–7,3
Egyensúlyi tartalékok megtakarítása	0,0	Egyensúlyi tartalékok megtakarítása	+0,5
ESA-hiány-korrekciók	0,1	ESA-hiány-korrekciók	0,1
ESA-hiány kedvező esetben	–5,4	ESA-hiány kedvezőtlen esetben	–6,7

³⁸ Szakértői kockázaterzékelésünk nem tartalmazza annak kockázatát, amely az ún. pénzmaradvány-állományra vonatkozó törvényi szabályozás évközi feloldásához tartozna. A kötelezettségekkel terhelt ún. pénzmaradvány-állományt mintegy 400 milliárd Ft körüli összegre becsüljük. Ha a pénzmaradvány-állomány leépítését év közben engedélyezné a kormányzat, akkor becslésünk szerint 100-120 milliárd forintra tehető az a kiadási összeg, amely elkölthetővé válhatna még ebben az évben (a GDP 0,4-0,5 százaléka).

ra” kockázatot, hogyan alakul a fiskális pálya akkor, ha egyes kormányzati intézkedések alkotmányossági korlátokba ütköznek. Az ilyen típusú extra kockázatok akár a GDP 0,8 százalékat is elérhetik, amely jelentősen megemelné a konvergenciaprogram teljesíthetőségének kockázatát. Egy ilyen Szenárió bekövetkezése más fiskális pályával – eltérő makrogazdasági hatásokkal – járna együtt.

Alap-előrejelzésünk alakulása 2008–2009-ben

Alap-előrejelzésünk szerint az ESA-deficit csökkenése 2008-ban még rendkívül dinamikus lesz, ez a dinamika azonban 2009-re jelentősen mérséklődik. Látható, hogy a kiadások csökkenése határozza meg a hiányszintcsökkenés ütemét, s ezen belül kiemelkedően magas az egyszeri kiadási tételek változása (csökkenése). A főbb adónemekből származó bevételek GDP-arányos szintje csökken, így az ceteris paribus a hiány emelkedéséhez vezetne.

Az európai uniós források felhasználása az államháztartás beruházási kiadásait mérsékli, mivel a társfinanszírozás becsült költségei alacsonyok. A nyugdíjkiadásoknál a svájci indexálás egyenlegjavító hatását a kormány már bejelentett nyugdíjkorrekciók

intézkedéséből fakadó többletkiadások – a két év összességében – semlegesítik. Prognózisunkban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a nyugdíjba vonulás feltételeinek jövő évi változása miatt, jelentősen emelkedik a nyugdíjasok létszáma. Az intézmények nettó kiadásainak változásánál látható jelentős elmozdulás egyrészt a bérmegállapodás végrehajtásához kötődik (illetmény-alap-emelés), másrészt a PPP-konstrukciókhoz kötődő kiadásoknál is növekedést becsültünk. A nettó egyéb kiadás 2008. évi kiugróan magas tétele elsősorban az önkormányzati alrendszer csökkenő költségvetési támogatásához kötődik.

A kockázatok eloszlása 2008–2009-ben

Az alap-előrejelzésünk körüli kockázateloszlás szerint a 2007–2008-ban, a konvergenciaprogramban meghirdetett hiánycélok – feltételezéseink mellett – nagy biztonsággal alulteljesülhetnek. 2009-re alapelőrejelzésünk enyhén magasabb a konvergenciaprogramban feltételezetttnél, összességében közel szimmetrikus kockázatokkal.

A számításoknál két típusú kockázatot különböztetünk meg: makrogazdasági kockázatokat, ill. a makrogazdasági pályától közvetlenül nem függő tételek kockázatát.⁴⁰

4-8. táblázat

A 2008. és 2009. évi pénzforgalmi hiány-változás összetevői³⁹

(a GDP százalékában)

	2008	2009
1. Bevételek összesen (2+3+4+5)	-0,4	-0,5
2. Fogyasztáshoz kötődő adók	-0,3	-0,3
3. Vállalati adók	0,0	-0,1
4. Szja	-0,1	-0,1
5. Járulékbévételek	-0,1	-0,1
6. Kiadások összesen (7+...+13)	2,2	0,8
7. Ár- és lakástámogatás	0,2	0,1
8. Intézmények nettó kiadása	0,3	-0,2
9. Egyszeri tételek	1,0	0,3
10. Gyógyszer és egészségügy	0,2	0,1
11. Nyugdíj	-0,1	0,1
12. Kamatkiadások	0,1	0,1
13. Nettó egyéb kiadás	0,7	0,2
14. Önkormányzatok egyenlege	0,1	0,1
15. Dec. alapok egyenlege	0,0	0,0
16. Változások összesen (1+6+14+15)	1,9	0,4

³⁹ A táblázatban a negatív előjelű tényezők a hiányt növelik és fordítva.

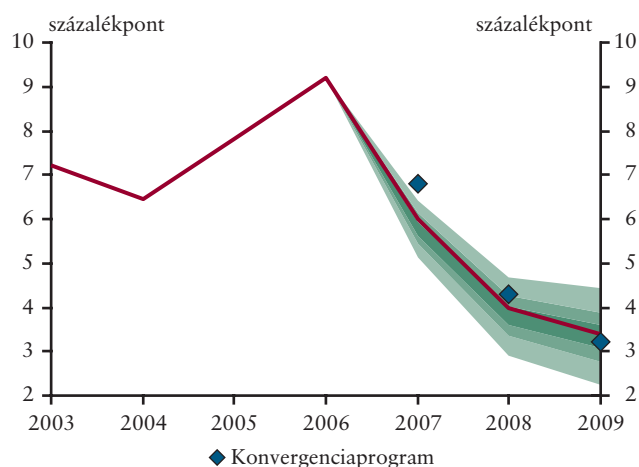
⁴⁰ Ez utóbbihoz olyan – elsősorban költségvetési kiadási – tételek tartoznak, mint a szervek, önkormányzatok dologi és beruházási kiadásai, melyek nem automatikusan befolyásolódnak a makrogazdasági trendek által.

Összességében enyhe lefelé mutató kockázatokat látunk a makrogazdasági folyamatokból következően. Az inflációs várakozások esetleges beragadásából eredő magasabb inflációs pálya az adóalapok növekedésén keresztül hozzájárulhat a költségvetési bevételek emelkedéséhez, és így az államháztartási hiány csökkenéséhez. Emellett a többi makrogazdasági változó szimmetrikus kockázatokat jelent.

A makrogazdasági pályától közvetlenül nem függő tételek között viszont enyhén felfelé mutató kockázatokat látunk. Ezek közül a legfontosabb, nagyobb hiány felé mutató kockázati tényező a központi költségvetési szervek kiadásainak alakulása, ezen belül a közsféra béreinek alakulása, valamint az önkormányzatok alkalmazkodása a kiigazításhoz. Ezzel szemben a kisebb hiány felé mutató kockázatot jelent a metró esetleges uniós társfinanszírozása, az adóbeszedés hatékonyságának jelentősebb javulása, valamint az államháztartás beruházási kiadásai egy részének PPP-konstrukcióba való áttelése.

4-4. ábra

A fiskális előrejelzés legyezőábrája



4-2. keretes írás: A fiskális legyezőábra elkészítésének módszere

A költségvetési hiány előrejelzésének módszertana tovább bővült. Az eddigi, a makrogazdasági pályával konzisztens, alapvetően szakértői előrejelzési rendszerünk modellszámításokkal bővült, ami lehetővé teszi, hogy alap-előrejelzésünkhöz kockázati eloszlást is rendeljünk.

Módszertani okokból az eloszlás alap-előrejelzés körüli aszimmetriája a módusz és az alap-előrejelzés eltéréseiben jelenik meg.

A számítások során csak a makrogazdasági és a megvalósítási kockázatokat vesszük figyelembe, azzal nem számolunk, hogy a bejelentett kormányzati intézkedések megváltoznak, részben vagy egészben visszavonásra kerülnek vagy újjal bővülnek. Az államháztartási hiány előrejelzése körüli bizonytalanságot éves szinten jelenítjük meg. A sávok értelmezése és az általuk lefedett területek valószínűsége (harminc, hatvan

és kilencven százalék) megegyezik az inflációs és a GDP-legyezőábrájában található sávok értelmezésével.

Magát a bizonytalansági eloszlást modellszimulációk alapján készítettük el, ami biztosította azt, hogy a makrogazdasági változóktól függő tételek – bevételi oldalon főleg az áfa, szja, társasági adó és tb-járulékok, kiadási oldalon elsősorban a nyugdíjak – eloszlása konzisztens legyen az őket meghatározó változók (infláció, GDP, bérek) eloszlásával. Az infláció és a GDP esetében az ezen változókra adott legyezőábrák valószínűségeit használtuk, míg a többi makrogazdasági változónál szimmetrikus bizonytalanságot és a historikus előrejelzési hibákból számított szórást használtunk. A teljes államháztartási hiány egyéb tételeinél – amik közül a legjelentősebbek a központi költségvetés kiadásai – a bizonytalansági eloszlást az alap-előrejelzést készítő szakértők határozták meg.

4.3. A külső egyensúly alakulása

2006-ban az előzetes adatok szerint a folyó fizetési és tőke-mérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény az előző évhez képest jelentősen csökkent, és a GDP 5 százalékát tette ki. A fizetésimérleg-statisztikával kapcsolatos módszertani bizonytalanság következtében a finanszírozási oldalról meghatározott külső finanszírozási igény ugyan még mindig jóval magasabb ennél, ám az éven belüli dinamikát tekintve az „alulról számított” külső egyensúlyi mutató szintén javuló tendenciát mutat.

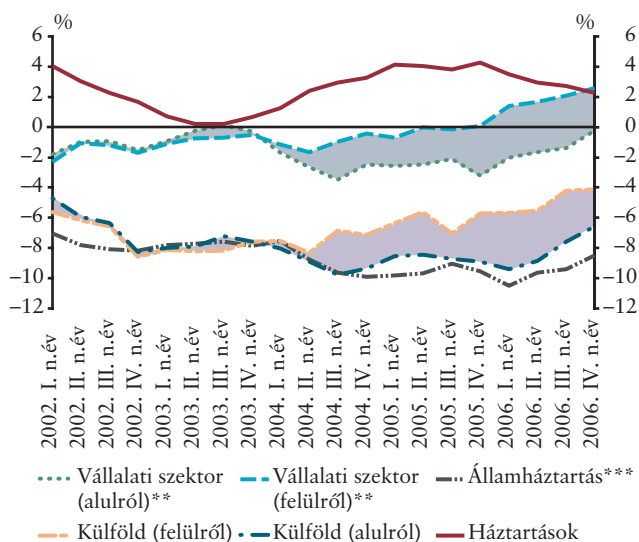
A külső finanszírozási igény csökkenésének jelentős része a II. félévhez köthető, amely összhangban van a reálgazdasági folyamatokkal: a robusztus külső kereslet mellett gyorsan bővülő export és vélhetően a költségvetési kiigazítással összefüggésben is lassuló belső keresletbővülés egyaránt a külső finanszírozási szükséglet csökkenésének irányába hatott. Ezt tükrözi a szezonálisan igazított reálgazdasági egyenleg alakulása is, amely 2006-ban folyamatos növekvő egyenleget mutatott, és éves szinten 600 millió eurós többlettel zárt.

A külső finanszírozási szükséglet II. félévben megfigyelt markáns csökkenése a háztartások csökkenő pénzügyi megtakarítása, a megszorítások hatására enyhén csökkenő államháztartási hiány és a maradékelven számított vállalati szektor finanszírozási igényének jelentős csökkenése mellett ment végbe. A háztartások finanszírozási képességének II. félévben folytatódó mérséklődése a szektor rendelkezésre álló reáljövedelmének csökkenésével és fogyasztássimító viselkedésével lehet összefüggésben. A konvergenciaprogramban bejelentett intézkedéseknek köszönhetően a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye elmozdult az előző negyedévekre jellemző 10 százalékos értékről, és érzékelhető csökkenést mutatott. A két szektor együttes finanszírozási igénye lényegében nem változott, azonban a robusztus külső konjunktúra és a vállalatok beruházási aktivitásának jelentős visszaesése a vállalati szektor finanszírozási szükségletének számottevő csökkenését eredményezte

A költségvetési intézkedések hatására 2007-ben a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye várhatóan 3 százalékponttal, 6,8 százalékra csökken. A háztartási szektor finanszírozási képessége a reáljövedelmek visszaesése, illetve a fogyasztássimító magatartás hatására tovább, a GDP 2 százaléka alá süllyedhet. A vállalati szektor jövedelmezősége a belső kereslet visszaesése ellenére növekvő bérköltségek és az adó- és járulékkerhek emelkedése miatt romolhat, ami az enyhén emelkedő beruházási dinamika mellett várhatóan kismértékben növeli a szektor finanszírozási szükségletét. Így 2007-ben a fiská-

4-5. 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 vállalati szektor finanszírozási képessége maradékelven kerül meghatározásra, így tartalmazza az egyéb statisztikák hibáit is.

*** 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.

lis kiigazítás egyensúlyjavító hatásának mintegy fele jelenhet meg a külső finanszírozási igény csökkenésében, amely így a GDP 3,3 százaléka körül alakulhat. 2008-ban az államháztartás finanszírozási igénye további 1,7 százalékponttal csökkenhet, amit a háztartások enyhén emelkedő nettó pénzügyi megtakarítása és a vállalati szektor finanszírozási képességének az élenkülő beruházási aktivitásból fakadó csökkenése mellett a külső egyensúlytalanság további 1 százalékos mérséklődése kísérhet.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a hiány csökkenésének fő mozgatója továbbra is a reálgazdasági egyenleg javulása lehet. A kedvező európai konjunktúra előre jelzett fennmaradása esetén a jelentős exportnövekedés és az alacsony belföldi felhasználás hatására az egyenleg további 1,5 százalékponttal javulhat 2007–2008-ban. A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya várhatóan szinten marad. A külső finanszírozási igény csökkenése ellenére a nemzetgazdaság külső adósságának növekedése csak 2009-ben állhat meg. Így az adósságteher utáni GDP-arányos kifizetések szinten maradhatnak a növekvő adósságállomány és a devizafinanszírozás növekvő súlya miatt csök-

4-9. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Becslés					Előrejelzés		
I. Konszolidált államháztartás*	-8,6	-8,3	-8,4	-9,2	-9,9	-6,8	-5,1	-4,6
II. Háztartások	2,7	0,2	2,4	4,2	2,9	1,8	2,1	3,0
Vállalatok és „hiba” (= A-I.-II.)	-0,8	0,1	-2,1	-1,1	2,0	1,7	0,7	-0,2
A) Külső finanszírozási képesség, „felülről”(=B+C)**	-6,7	-8,0	-8,1	-6,1	-5,0	-3,3	-2,3	-1,8
B) Folyó fizetési mérleg egyenlege**	-7,0	-7,9	-8,4	-6,9	-5,8	-4,7	-4,4	-4,2
– milliárd euróban **	-5,0	-5,9	-6,9	-6,1	-5,2	-4,9	-4,9	-4,9
C) Tőkemérleg egyenlege	0,3	0,0	0,3	0,8	0,8	1,4	2,1	2,4
D) Tévedések és hiba (NEO)***	0,3	0,3	-1,7	-2,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Külső finanszírozási képesség „alulról” (=A+D)	-6,4	-7,7	-9,8	-8,2	-8,0	-6,3	-5,3	-4,8

* 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 fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

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

4-10. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Tény/Előzetes tény						Előrejelzés		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg**	-1,5	-2,3	-3,8	-2,7	-0,8	0,7	1,9	2,2	2,3
2. Jövedelemegyenleg	-5,4	-5,4	-4,9	-6,0	-6,2	-6,8	-6,8	-6,8	-6,7
3. Viszonyzatlan folyó átutalások egyenlege	0,8	0,7	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)**	-6,1	-7,0	-7,9	-8,4	-6,9	-5,8	-4,7	-4,4	-4,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban**	-3,6	-5,0	-5,9	-6,9	-6,1	-5,2	-4,9	-4,9	-4,9
II. Tőkemérleg egyenlege	0,6	0,3	0,0	0,3	0,8	0,8	1,4	2,1	2,4
Külső finanszírozási képesség (I+II)**	-5,5	-6,7	-8,0	-8,1	-6,1	-5,0	-3,3	-2,3	-1,8

* A prognózis 2006–2007-ben tartalmazza a honvédség Gripen-repülőgép-bérletének elszámolása miatt keletkező, a GDP mintegy 0,3 százalékának megfelelő importot.

** 2004–2009 közötti időszakban a külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

kenő kamatteher együttes hatására. A nem adóssággeneráló finanszírozáshoz kapcsolódó jövedelemegyenleg hiányában azonban középtávon enyhe csökkenésre számíthatunk, ugyanis a hazai nagyvállalatok külföldi tulajdonszerzéseinek eredményeképpen a nem adóssággeneráló tőkebefektetések után kapott jövedelmek GDP-arányos értéke a jelenlegi alacsony szintről némileg emelkedhet. A növekvő európai uniós támogatások hatá-

sára a tőkemérleg egyenlegében a GDP mintegy 1,5 százalékának megfelelő javulás következhet be 2009-ig.

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2006 II. félévében a finanszírozás szempontjából meghatározó „alulról számított” külső finanszírozási igény 3 milliárd

euro körül alakult, ami a szezonalitást is figyelembe véve 7,4 százalékos GDP-arányos értéknek felel meg. A nettó nem adóssággeneráló források 500 millió eurós szintje az előző időszakokhoz képest igen alacsony, így a teljes finanszírozási szükséglet túlnyomó részét adóssággeneráló források finanszírozták. 2006 II. félévében a finanszírozás szerkezetének a befektetői megítélés szempontjából kedvezőtlen irányba való elmozdulása azonban ellentétes folyamatok eredménye, amelyek egy része egyedi hatásnak tekinthető:

- A *nettó közvetlentőke-beáramlás* historikusan alacsony, 560 millió eurós értéke jelentős mértékű működőtőke-beáramlás mellett alakult ki, amelyet azonban jórészt ellen-

súlyozott a főként a hazai bankok külföldi terjeszkedésével összefüggő rekordszintű, mintegy 1,8 milliárd eurós közvetlentőke-kivitel.

- A *részvényjellegű portfólióbefektetések* negatív egyenlege szintén jelentős hazai és külföldi aktivitás mellett alakult ki. Egyrészt a tőzsdei árfolyamok május–júniusi visszaesésekor megfigyelt tőkekivitel az év második felében megfordult, és a külföldiek ismét 600 millió eurót meghaladó összegben vásároltak portfóliójellegű részvényeket, másrészt a hazai intézményi befektetők az előző félévhez hasonló mértékben, mintegy 660 millió euróval növelték külföldi részvénybefektetéseik állományát.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2007

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

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 reáláralfolyamban	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
<i>A 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 fogyasztáslassulás 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 eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élenkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96

2004. augusztus*

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

2004. november*

A PPP-megoldásokról makrogazdasági 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 rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 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 időszakbeli emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

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 – érdeemben 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 feltevései	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
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58

2007. február (csak elektronikus formában jelent meg)

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	10
A januári inflációs adat értékelése	13
A szabályozott árak várt alakulása	17

2007. május

Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30

Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
A fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53

Függelék

A MAGYAR NEMZETI BANK KIADVÁNYAI

Jelentés az infláció alakulásáról

Évente négy alkalommal jelenik meg annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, amelyben az MNB rendszeresen beszámol az infláció addigi és várható alakulásáról, és értékeli az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. A bank e kiadványban foglalja össze azokat az előrejelzéseket és megfontolásokat, amelyek alapján a Monetáris Tanács meghozza a döntéseit.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról

Évente egyszer kerül publikálásra. A jelentés ismerteti a jegybank álláspontját a pénzügyi rendszerben tapasztalható változásokról, és bemutatja ezen változások hatását a pénzügyi rendszer stabilitására.

Éves jelentés

A kiadvány tartalmazza a jegybank előző évről szóló üzleti jelentését, valamint auditált éves beszámolóját.

Elemzés a konvergenciafolyamatokról

A Magyar Nemzeti Bank 2005 óta publikálja ezen kiadványát, amely évente egyszer, novemberben jelenik meg. Az MNB a kiadvány megjelentetésével hozzá kíván járulni ahhoz, hogy a döntéshozók, a szakmai és a tágabb közvélemény tájékozottabb legyen a monetáris unióban való részvétel sokszor igen összetett kérdéseiben.

MNB-tanulmányok

A sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzések kerülnek nyilvánosságra. A sorozat célja növelni a monetáris politika átláthatóságát. Így az előrejelzési tevékenység technikai részleteit is ismertető tanulmányokon túl közzéteszi a döntés-előkészítés során felmerülő közgazdasági kérdéseket is.

MNB-füzetek (MNB Working Papers)

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemzési és kutatási munkák eredményeit tartalmazza. Az elemzések a szerzők véleményeit tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével. A sorozat 2005 óta csak angol nyelven elérhető.

MNB-szemle

A 2006-ban első ízben jelentkező kiadvány féléves rendszerességgel jelenik meg. A kötetben megjelenő rövid cikkek cél-

ja az, hogy közérthető formában tájékoztassa a szélesebb közvéleményt a gazdaságban végbemenő folyamatokról és a jegybanki kutatómunka eredményeiről.

A Magyar Nemzeti Bank valamennyi publikációja elérhető a jegybank honlapján (www.mnb.hu).

Az MNB-tanulmányok sorozat magyar nyelven megjelent számai (2006–2007)

Az MNB-tanulmányok (angol nyelven MNB Occasional Papers) sorozat elsősorban jegybanki szakterületekhez kapcsolódó gyakorlati jellegű (alkalmazott) kutatásokat mutat be; adott témákban létező elméleteket, nemzetközi eredményeket összegez; valamint a jegybanki döntéshozatal megértését segítő elemzéseket közöl.

MNB-tanulmányok 47. PÓRA ANDRÁS–DR. SZÉPLAKI VALÉRIA (2006): Hitelbiztosítékok hazai szabályozása, különös tekintettel a CRD elvárásaira

MNB-tanulmányok 48. Dr. CZAJLIK ISTVÁN–SZALAY GYÖRGY (2006): A magánnyugdíjpénztárak működése és szabályozása

MNB-tanulmányok 49. ORBÁN GÁBOR–SZAPÁRY GYÖRGY (2006): Magyar fiskális politika: Quo vadis?

MNB-tanulmányok 50. CZETI TAMÁS–HOFFMANN MIHÁLY (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk

MNB-tanulmányok 51. ANTAL JUDIT (2006): Külső adósság-dinamika

MNB-tanulmányok 53. BODNÁR KATALIN (2006): A hazai kis- és középvállalatok árfolyamkitettsége, devizahitelezésük pénzügyi stabilitási kockázatai – Egy kérdőíves felmérés eredményei

MNB-tanulmányok 54. CSÁVÁS CSABA–KÓCZÁN GERGELY–VARGA LÓRÁNT (2006): A főbb hazai pénzügyi piacok meghatározó szereplői és jellemző kereskedési stratégiái

MNB-tanulmányok 55. PALOTAI DÁNIEL (2006): Kihívások előtt a magyar nyugdíjrendszer

MNB-tanulmányok 56. BETHLENDI ANDRÁS (2006): A magyar bankok hitelezésivesztesség-elszámolásának vizsgálata

MNB-tanulmányok 58. GERE BEN ÁRON–KISS M. NORBERT (2006): A bankközi forint/euro kereskedés jellemzői nagyfrekvenciás adatok alapján

MNB-tanulmányok 59. HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–TÓTH MÁTÉ BARNABÁS (2006): Globális egyensúlytalanságok korrekciója: illusztratív scenáriók Magyarországra

MNB-tanulmányok 61. P. KISS GÁBOR (2007): Kín vagy kincs? Az inflációs meglepetés rövid távú hatása az államháztartásra – Magyarország esete

Az MNB Occasional Papers sorozat angol nyelven megjelent számai (2006–2007)

Occasional Papers 52. HORVÁTH, ÁGNES–ZOLTÁN M. JAKAB–GÁBOR P. KISS–BALÁZS PÁRKÁNYI (2006): Myths and Math: Macroeconomic Effects of Fiscal Adjustments in Hungary

Occasional Papers 57. LUBLÓY, ÁGNES (2006): Topology of the Hungarian large-value transfer system

Occasional Papers 60. BENK, SZILÁRD–ZOLTÁN M. JAKAB–MIHÁLY ANDRÁS KOVÁCS–BALÁZS PÁRKÁNYI–ZOLTÁN REPPA–GÁBOR VADAS (2006): The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)

Occasional Papers 61. P. KISS, GÁBOR (2007): Pain or Gain? Short-term Budgetary Effects of Surprise Inflation – the Case of Hungary

MNB Working Papers sorozat (2006–2007)

Az MNB Working Papers sorozat a jegybankban folyó elméleti jellegű kutatások eredményeit publikálja, általában új, önálló tudományos eredményeket mutat be. A sorozat 2005-től csak angol nyelven jelenik meg.

WP 2006/1. BENCZÚR, PÉTER – COSMIN ILUT: Determinants of Spreads on Sovereign Bank Loans: The Role of Credit History, 2006. január.

WP 2006/2. FREDERIKSEN, ANDERS–ELŐD TAKÁTS: Layoffs as Part of an Optimal Incentive Mix: Theory and Evidence, 2006. február.

WP 2006/3. HOLLÓ, DÁNIEL–MÁRTON NAGY: Bank Efficiency in the Enlarged European Union, 2006. április.

WP 2006/4. JAKAB, ZOLTÁN M.–VIKTOR VÁRPALOTAI–BALÁZS VONNÁK: How does monetary policy affect aggregate demand? A multimodel approach for Hungary, 2006. április.

WP 2006/5. ÉGERT, BALÁZS–RONALD MACDONALD: Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable, 2006. május.

WP 2006/6. KONDOR, PÉTER: Risk in Dynamic Arbitrage: Price Effects of Convergence Trading, 2006. május.

WP 2006/7. HORVÁTH, ÁGNES–JUDIT KREKÓ–ANNA NASZÓDI: Is there a bank lending channel in Hungary? Evidence from bank panel data, 2006. május.

WP 2006/8. GERESEN, ÁRON–GYÖRGY GYOMAI–NORBERT KISS M.: Customer order flow, information and liquidity on the Hungarian foreign exchange market, 2006. augusztus.

WP 2006/9. GÁBRIEL, PÉTER–KLÁRA PINTÉR: The effect of the MNB's communication on financial markets, 2006. január.

WP 2006/10. KISS, GERGELY–MÁRTON NAGY–BALÁZS VONNÁK: Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?, 2006. november.

WP 2006/11. VARSÁNYI, ZOLTÁN: Pillar I treatment of concentrations in the banking book – a multifactor approach, 2006. augusztus.

WP 2007/1. MOLNÁR, JÓZSEF–MÁRTON NAGY–CSILLA HORVÁTH: A Structural Empirical Analysis of Retail Banking Competition: the Case of Hungary, 2006. november.

WP 2007/2. BENCZÚR, PÉTER–ISTVÁN KÓNYA: Convergence, capital accumulation and the nominal exchange rate, 2007. április.

WP 2007/3. VONNÁK, BALÁZS: The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment, 2007. április.

Jelentés az infláció alakulásáról

2007. május

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19-21.

