

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2004. NOVEMBER

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

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)

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

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációcsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitás elérésére. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen az infláció várható alakulását és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, negyedévente megjelenő kiadvány mutatja be az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági főosztály előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételezünk fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

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

A jelentés egyes részeit készítették: Gyenes Zoltán, Hoffmann Mihály, Hornok Cecília, Kiss Gábor, Kiss Gergely, Kiss M. Norbert, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Orbán Gábor, Oszlay András, dr. Petőfi Lászlóné, Pula Gábor, Szalai Zoltán, Tardos Gergely és Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály és a Pénzpolitikai főosztály további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól, és a Monetáris Tanácstól is, amely 2004. november 2-i és 22-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

TARTALOM

ÖSSZEFOGLALÓ	7
AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA	10
I. PÉNZÜGYI PIACOK	11
I. 1. KÜLFÖLDI KAMATOK ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	13
I. 2. HOZAMOK	15
I. 3. ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	17
I. 4. MONETÁRIS KONDÍCIÓK	20
II. AZ INFLÁCIÓ ÉS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI 2004 KÖZEPÉIG	23
II. 1. KONJUNKTÚRA	25
II. 2. MUNKAPIAC	31
II. 3. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	35
III. INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK	39
III. 1. ELŐREJELZÉSÜNK ÁTTEKINTÉSE	41
III. 2. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS FOLYAMAT ÉS MEGHATÁROZÓI AZ ALAPPÁLYÁBAN	42
IV. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	47
IV. 1. HÁTTÉR-INFORMÁCIÓK ELŐREJELZÉSEINKHEZ	49
IV. 2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSIHIÁNY-MUTATÓK ALAKULÁSA	54
IV. 3. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSA	63
IV. 4. A PPP-MEGOLDÁSOKRÓL MAKROGAZDASÁGI SZEMSZÖGBŐL	65
IV. 5. KÉRDÉSEK A LAKOSSÁGI VISELKEDÉS VIZSGÁLATÁBAN 2004 I. FÉLÉVÉBEN	67
IV. 6. HOGYAN HATNAK A MAKROGAZDASÁGI HÍREK A PÉNZPIACRA?	71
IV. 7. KAMATÁTGYŰRÜZÉS MAGYARORSZÁGON	74
IV. 8. MIÉRT LESZ VÁRHATÓAN MAGASABB A KÖLTSÉGVETÉSI TÖRVÉNYBEN RÖGZÍTETT NÉL AZ ÁLLAMI KÖLTSÉGVETÉS PÉNZFORGALMIKAMAT-KIADÁSA 2004-BEN?	76
JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI	78

ÖSSZEFOGLALÓ

Kedvező globális pénzügyi környezet	A világgazdasági fellendülés a fejlett országokban egyelőre alacsony inflációval és jegybanki kamatokkal párosult. A globális kockázati mutatók is alacsonyak maradtak. Ha a globális növekedést nem akasztják meg az idei év során felszínre került kockázatok, akkor a vezető jegybankok gyorsabb kamatemelésének valószínűsége megnő.
Stabil forintárfolyam és csökkenő rövid hozamok – fennmaradó hosszú távú kockázatok	A forint árfolyama egy enyhe felértékelődési trend mentén mozgott, és csak kismértékben, átmenetileg reagált a fundamentumokkal kapcsolatos kedvezőtlen hírekre, ami mögött a globális pénzügyi környezet kedvező hatásai mellett az MNB idei óvatos kamatcsökkentési politikája állhat. A rövid hozamok csökkenése azt mutatja, hogy az elmúlt negyedévben kedvezőbbé vált a rövid távú folyamatok kockázati megítélése. Mindez azonban nem párosult az egyensúlyi mutatókkal kapcsolatos kilátások javulásával, a piaci szereplők továbbra is bizonytalanok az euró bevezetéséig tartó konvergenciafolyamattal kapcsolatban.
Előrejelzésünk bizonyos feltevések mellett érvényes	A jelentésben bemutatott előrejelzés – eddigi gyakorlatunknak megfelelően – változatlan monetáris kondíciók, azaz árfolyam és kamat feltételezésével készült. A fiskális politikát tekintve 2005-re az elfogadott adótörvény-módosítások, illetve az Országgyűléshez benyújtott költségvetésitörvény-javaslat alapján készítettük el elemzésünket; míg 2006-ra a meghirdetett 0,6 százalékos hiánycsökkentési cél teljesülését feltételeztük.
Megindult a dezinfláció	A harmadik negyedév adatai alapján a fogyasztóiár-index 7 százalékra, a maginfláció 6 százalék alá csökkent. A csökkenés általános volt, ami a dezinfláció tartósságára utal. Az indirekt adók (főképp az áfa és a jövedéki adó) idei emelése okozta inflációgyorsulást követő dezinflációt – a még mindig gyors bérköltség-emelkedés ellenében – az erős forintárfolyam, a lakossági fogyasztás alacsonyabb szintje és az inflációs várakozások mérséklődése segítették.
Mérséklődő keresleti oldali nyomás...	A lakossági fogyasztás növekedése – a 2002–2003-as évek nagy bővülését követően – idén lelassult, s ennek megfelelően inflációs hatása is mérsékeltebb volt. Bár a második negyedév tényadata gyorsulást mutat, ez jelentős részben átmeneti tényezőknek tulajdonítható.
...és lassuló bérinfláció mellett...	Bár még szorosnak tekinthető, az év közepétől enyhülni látszik a munkapiac feszesége: lassult a bérinfláció és a munkakereslet növekedése is. Noha a bérnövekedés üteme továbbra is magasnak tekinthető, a termelékenység alakulását is figyelembe véve, összességében úgy tűnik, megindult a munkaköltség-növekedés korábban várt lassulása.
...csökkentek az inflációs várakozások	A legutóbbi felmérések szerint az inflációs várakozások tovább mérséklődtek. A lakosság és a vállalatvezetők inflációs érzékelése és várakozása a negyedév során egyaránt csökkent. A piaci elemzők az októberi felmérésben szintén csökkentették rövid távú inflációs várakozásukat, változatlanul hagyták azonban a jövő év végére vonatkozó prognózisukat.
3,5-4 százalék között stabilizálódó GDP-növekedés	Az idei év élénk beruházási tevékenységét, és az ebből adódóan várhatóan 4 százalék körüli gazdasági növekedést követően a következő két évben a gazdasági növekedés ütemének stabilizálódására számítunk. 2005–2006 folyamán 3,5-4 százalék közötti GDP-növekedést valószínűsítünk.

A belföldi felhasználás lassulása...

A fogyasztás elmúlt évektől elmaradó növekedésére számítunk; sőt dinamikája várhatóan a reáljövedelmek bővülése alatt marad, azaz a fogyasztási hajlandóság mérséklődése várható. A beruházások esetében elsősorban a lakossági és állami beruházások növekedésének lassulásával számolunk, miközben a vállalati beruházások növekedésének stabilizálódására számítunk.

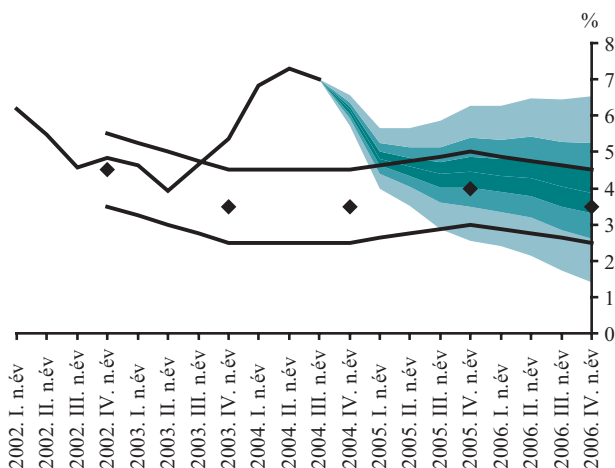
...és javuló külkereskedelmi egyenleg mellett...

Részben a belföldi felhasználás lassulása miatt mérséklődő importkereslet, részben a fokozatosan bővülő exportpiaci részesedés következtében, a következő két évben a külkereskedelmi egyenleg várhatóan már pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

...fokozatos dezinfláció

Alap-előrejelzésünkben folytatódó dezinflációt valószínűsítünk. Számításaink szerint a fogyasztóiár-index értéke 2004 végén némileg 6 százalék alá csökken, 2005 végén 4-5 százalék között várható, míg 2006 végén 4 százalék körül alakulhat. Alap-előrejelzésünk lényegében nem változott az augusztusi jelentésben közölthöz képest.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Visszafogott csökkenés a maginflációban

Jövőre a dezinfláció makrogazdasági tényezőit – feltételezett erős árfolyam, lassuló bérnövekedés, alacsony fogyasztási dinamika – várhatóan ellensúlyozzák egyes, kibontakozóban lévő inflatorikus hatások, mint a megemelkedő energiaköltségek. Tartósabb dezinflációt 2006-ra várunk, amikor a viszonylag erős forintárfolyam-feltevés, és – részben ezzel összefüggésben – a fajlagos bérköltségek növekedésének további lassulása, illetve a feltételezett csökkenő olajárpályá dezinflációs hatásai már egyaránt érvényesülnek.

Továbbra sem elhanyagolható a célt meghaladó infláció valószínűsége 2005–2006-ban

Az előrejelzés bizonytalanságát megjelenítő legyezőábra alapján 2005-ben nem elhanyagolható a $4,0 \pm 1$ százalékos inflációs célsávot meghaladó fogyasztóiár-index valószínűsége. A legfontosabb inflációt növelő kockázati tényezőnek egy általunk feltételezettnél magasabb olajárpályá és nagyobb fiskális keresleti élénkítő hatás lehetőségét tekintjük. E felfelé irányuló kockázatokat némiképp mérsékli a külső kereslet visszafogottabb bővülésének lehetősége. Ugyanakkor összességében augusztusi előrejelzésünkhöz képest némileg csökkent a felfelé irányuló kockázat mértéke 2005 végén.

2006-ra fokozódik az előrejelzést övező bizonytalanság. A $3,5 \pm 1$ százalékos inflációs célsávot meghaladó fogyasztóiár-index valószínűsége jelentősnek tekinthető, meghaladja a 2005-ös felfelé irányuló kockázat mértékét. Ennek háttérben a fiskális politikával, a lakossági fogyasztással, illetve az olajárak inflációs hatásával kapcsolatos inflatorikus kockázatok állnak.

A külső egyensúly idén változatlan, majd lassan javulásnak indulhat

Idén a folyó fizetési mérleg hiánya a tavalyi évhez hasonlóan a GDP 9 százalékára lesz tehető. A következő évekre a folyó fizetési mérleg hiányának és a külső finanszírozási igénynek fokozatos csökkenésével számolunk. A külső egyensúly tartós javulásának prognózisa azon a feltevésen nyugszik, hogy 2006-ban megvalósul a költségvetés keresletszűkítő hatása.

Jövőre a fiskális politika élénkíti a belföldi keresletet

A 2004-es fiskális helyzetre adott előrejelzésünk csak kismértékben változott az augusztusi prognózishoz képest: némileg nagyobb hiánnyal és kisebb keresletszűkítéssel számolunk.

A 2005-ös fiskális pályára saját előrejelzést készítettünk, szemben az előző jelentésekben alkalmazott technikai feltevessel. Az előrejelzés alapját képező költségvetés-törvény-javaslat és az elfogadott adótörvény-módosítások, illetve a jelenleg rendelkezésre álló hivatalos információk alapján azt gondoljuk, hogy további intézkedés nélkül a jövő évi államháztartási hiány az idei évre várhatóhoz képest alig mérséklődik. A külső egyensúly javulását fékezi, hogy jövőre – a jelentős, a hivatalos hiánymutatókban nem teljes mértékben tükröződő beruházási tevékenység miatt – az államháztartás keresleti hatása pozitív lesz.

2006-ra az alap-előrejelzést a meghirdetett GDP arányában 0,6 százalékos hiánycsökkentést alapul véve dolgoztuk ki. Az ebben rejlő kockázatot eddigi gyakorlatunknak megfelelően egy alternatív, csak a hivatalos információkat és a jelenleg ismert determinációkat és trendeket figyelembe vevő pálya bemutatásával érzékeltetjük. Ebből látható, hogy a GDP arányában közel 1,5 százalékos kiigazításra lesz szükség a megcélzott hiánycsökkenés biztosításához.

Az alappálya összefoglaló táblázata

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

	2003	2004	2005	2006
	Tény		Előrejelzés	
Fogyasztóiár-index				
December	5,7	5,9	4,4	3,9
Éves átlag	4,7	6,8	4,5	4,2
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP-alapon)	0,5	1,9	2,1	2,2
Lakossági fogyasztás	7,6	3,3	1,8	1,9
Állóeszköz-felhalmozás	3,4	9,2	4,2	3,6
<i>Belföldi felhasználás</i>	5,4	4,8	2,5	2,3
Export	7,6	14,5	11,3	11,0
Import	10,4	14,8	9,3	9,2
GDP	3,0	4,0	3,7	3,5
Folyó fizetési mérleg hiánya				
A GDP százalékában	9,0	9,0	8,6	7,9
Milliárd euróban	6,6	7,3	7,7	7,5
Államháztartás				
ESA-hiány	6,2	5,6	5,5	4,9⁵
Keresleti hatás ¹	(-0,5)	(-0,7)	(+0,3)	(-0,7)⁵
Munkapiac				
Nemzetgazdaság bérinfláció ²	10,9	8,3	7,9	7,3
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság	1,2	-0,4	-0,1	0,5
Versenyszféra bérinfláció ³	8,7	9,4	8,3	7,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	4,4	5,9	4,4	2,7
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁴	0,7	0,0	0,8	0,8
Lakossági reáljövedelem	4,3	3,9	3,2	2,3

Előrejelzéseink augusztusi jelentéshez képest történt változásairól és más előrejelzésekkel való összevetésről I. a IV. 1. fejezetet.

¹ Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása a magán-nyugdíjpénztári befizetésekkel korrigálva. Negatív érték keresletszűkítésre utal.

² Államháztartásnál általunk becsült éves átlagos bérinflációval számolva, melyben a 2005 januárjában esedékes 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük.

³ Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

⁴ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁵ Feltételezett fiskális pálya a konvergenciaprogram alapján.

I. PÉNZÜGYI PIACOK

I. 1. KÜLFÖLDI KAMATOK ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A hazai pénzügyi piacok számára a nemzetközi piaci fejlemények meghatározó jelentőségűek az ország pénzügyi nyitottsága és a nemzetközi tőkeáramlás jelentős szerepe miatt. A nemzetközi piacokon kialakult kockázatmentes hozamok jelentik azt az alapot, amelyre épülve alakulnak a hazai pénzpiaci hozamok. A hazai hozamok a nemzetközi kockázatmentes kamatokon felül számos kockázatiprémium-elemet tartalmaznak, ezért – az egyes kockázati elemek időbeni változásának függvényében – kisebb vagy nagyobb mértékben magasabbak azoknál. A hazai pénzügyi piaci hozamok alakulásának elemzését ezért a nemzetközi pénzügyi folyamatokkal kezdjük.

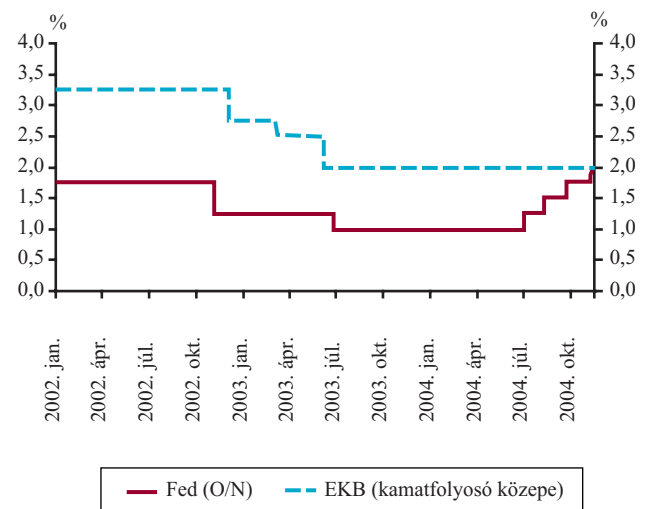
A nemzetközi pénzügyi környezetben kivételes helyzet alakult ki. A világgazdaság növekedési üteme történelmi összehasonlításban gyors volt, ugyanakkor az infláció a fejlett országokban egyelőre alacsony maradt. Az előző inflációs jelentésünkben már beszámoltunk arról, hogy az amerikai pénzügyi piacokon április óta kamatemelési várakozások alakultak ki. Június óta négy alkalommal emelte irányadó kamatát 25 bázisponttal a Fed, ami most 2 százalékon áll. A piacok a jövő év első hónapjaiban további 25 bázispontos emelést áraztak be. Az EKB egyelőre nem követte a Fed kamatemeléseit, de a piacokon Európában is kamatemelési várakozások alakultak ki a nyáron.

Az erőteljes globális növekedés azonban hosszabb távon emeli az infláció gyorsulásának a valószínűségét, amely viszont a jegybanki kamatemelések valószínűségét növeli. Így a globális kamatszint növekedésnek indulhat, ami mérsékelheti a tőkeáramlást a feltörekvő piacokra, köztük az olyan újonnan csatlakozott gazdaságokra is, mint a magyar. Ennek eredményeként a forintszközöknek az a prémiuma is növekedne, ami a megemelkedett globális kockázatmentes kamathoz hozzáadódik.

A vizsgált időszakban azonban mindvégig jelen voltak a világgazdasági fellendülés időbeni kitolódásának a kockázatai is, és októberben ezek erősödni látszanak az optimizmust tápláló jelek rovására. A kockázati tényezők között kell említeni az olajárak alakulását. Az olajár növekedése dilemma elé állítja a jegybankokat, mert egyszerre hat a növekedés lassulása és az infláció növekedése irányába. A kritikus kérdés az, hogy az energiakölt-

I-1. ábra

Fed és EKB irányadó kamatok



ségek milyen mértékben váltanak ki a későbbiekben másodlagos inflációs hatásokat az árak és a bérek meghatározásában. Egyelőre ezek a jelek nem látszanak sem az USA-ban, sem Európában. Az őszi folyamán a nyári növekedési optimizmushoz képest kevésbé gyors fellendülésre, ennek megfelelően későbbi jegybanki kamatemelkedésre kezdtek számítani az USA-ban és Európában. A korábbi előrejelzésekhez képest némileg alacsonyabb növekedési ütemet vár az Európai Bizottság a novemberi előrejelzésében, elsősorban a gyengülő exportteljesítmény miatt. A bankközi eurókamatokra vonatkozó Euribor határidős kamatpiacok árfolyamának alakulásából látható, hogy október közepén a várakozások a 2004 év végi vagy jövő márciusi kamatemelésről áttevődtek jövő júniusra. Ehhez a növekedési kilátások enyhe romlása mellett az EKB elnökének legújabb megnyilatkozásai is hozzájárulhattak.

A jegybanki kamatemelések időbeni kitolódása az amerikai és európai hosszú hozamokban is tükröződött: a nyár elején várthoz képest lassabb kamatemelések hatására némileg csökkentek a hosszú lejáratú kötvények hozamai.

További kockázati tényezőket jelentenek a jelenlegi fellendülés tartósságával kapcsolatban a globális egyen-

súlytalanságok: az USA magas költségvetési és folyófi-
zetésimérleg-hiánya, a gyenge vállalati beruházási aktivi-
tás, a kínai túlfűtöttség hirtelen ellentétébe fordulásának
kockázata és a főbb nemzetközi valuták közötti árfo-
lyamok esetleges nagyarányú átrendeződése. Továbbra
is valószínűbb tehát a jegybanki kamatemelés az USA-
ban és Európában, de ezek a lépések későbbre tolódtak
a nyáron számíthatóhoz képest és még tovább tolódhat-
nak akkor, ha tovább erősödnek a globális konjunktúra-
val kapcsolatos lefelé irányuló kockázatok.

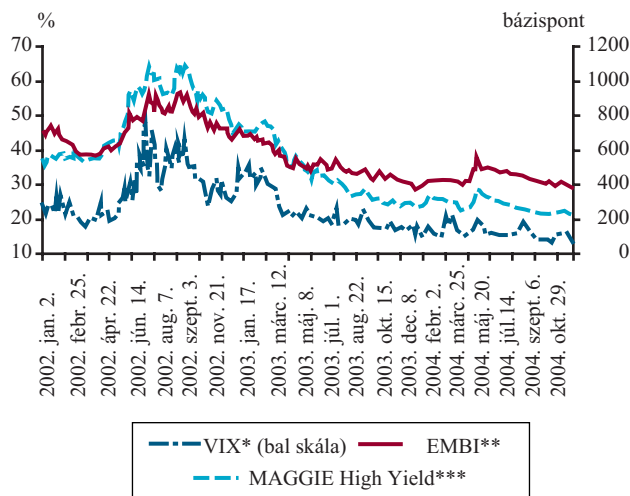
A globális pénzügyi piacok kockázati mutatóiban egy-
előre nem látszanak a világgazdasági konjunktúrával
kapcsolatos kockázatok. A kockázati indikátorok idei
alakulását főleg annak a forgatókönyvnek a megítélése
befolyásolta, amelyről tartani lehetett egy váratlanul
gyors amerikai és európai jegybanki kamatemelés és an-
nak túlzott pénzpiaci reakciója esetén. A Fed meglehe-
tősen körültekintően, jól előkészítve és kimért ütemben
kezdte meg a történelmileg is alacsony kamatok korrek-
cióját. Így nem következett be nagyarányú nemzetközi
tőkeozgás a kockázatosabb és feltörekvő piacok felől
a fejlettebb piacok irányába. A kockázati mutatók érté-
kei a tavaszi megugrás után nyáron a korábbi szintre
süllyedtek, és azóta folyamatosan mérséklődnek. Ennek
ellenére nem lehet teljesen kizárni egy negatív forgató-
könyv bekövetkezését, ha a globális finanszírozási felté-
telek gyökeresen átalakulnak.

A közép- és kelet-európai régió országainak kockázati
megítélését a Lengyelországban, Csehországban és Ma-
gyarországon kialakult – gyorsan lecsengő – kormány-
zati szintű politikai bizonytalanságok csak átmenetileg
befolyásolták. Szeptemberben az inflációk, ütemének
vártnál nagyobb csökkenése is hozzájárult a régió egé-
sze megítélésének javulásához. A Standard and Poor's
hitelminősítő intézet a lengyel hitelbesorolás kilátásait,
ígéretéhez híven, az elfogadott költségvetési szigorítá-
sok hatására negatívról stabilra változtatta október ele-
jén. Rontotta ugyanakkor Csehország besorolását a nö-
vekvő költségvetési hiány és adósság miatt.

Magyarország esetében a Standard and Poor's augusz-
tus végén figyelmeztetést tett közzé, miszerint ha nem
javul a költségvetési helyzet, akkor változtathat Magyar-
ország besorolásán. A hitelbesorolást végül októberben
változtatlanul hagyta a várhatóan javuló jövőbeni költsé-
gvetési helyzetre és a javuló növekedési kilátásokra
hivatkozva. Nem következett be a piacokon sem érzé-
kelhető romlás a magyar gazdaság kockázati megítélé-
se terén, noha a külső egyensúlyi helyzet és a költség-
vetési egyenleg sem javult az eltelt időszakban. A forint
árfolyamát és a hazai fizetőeszközben kibocsátott ál-
lampapírok hozamát számos hazai esemény befolyásolta
rövidebb időszakokra, tartós változás egyelőre egyik
irányba sem következett be. Az országgkockázatot tükröz-
ző, euróban denominált államkötvények hozama kis-

I-2. ábra

Globális kockázati mutatók



*VIX – Az S&P500-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

**EMBI Global Composite.

***MAGGIE – A JP Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek indexe (bp).

mértékben emelkedett, de a mérték egyelőre nem utal számottevő változásra.

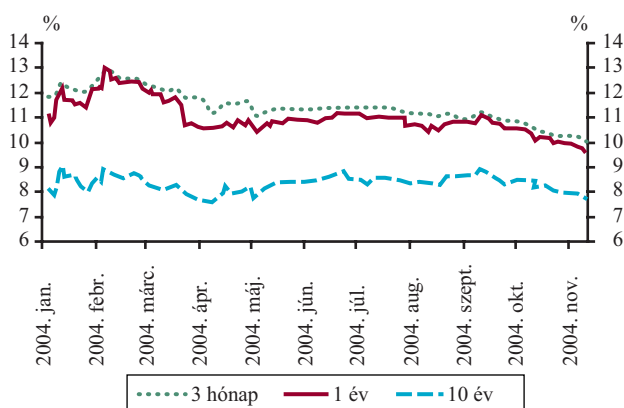
Összefoglalva megállapíthatjuk, hogy a nemzetközi
pénzügyi környezetben az elmúlt hónapokban kivételes
helyezet alakult ki. A világgazdasági növekedés több év-
tizedes összehasonlításban is igen gyors volt, ugyanak-
kor felerősödtek a konjunktúra folytatódásával kapcsolo-
s kockázatok. Az infláció mindeközben mérsékelt
maradt. Ennek eredményeként a fejlett országok jegy-
banki kamatai csak lassan emelkedtek vagy a korábbi
alacsony szinten maradtak. A globális kockázati muta-
tók továbbra is kedvező pénzügyi piaci körülményeket
tükröztek. Ez jelentős segítséget adott a kis, nyitott, fel-
törekvő országoknak, mert alacsony kamatok mellett fi-
nanszírozhatták a fizetésimérleg-hiányaikat, miközben
az exportjuk a gyorsan növekvő külső keresletnek kö-
szönhetően gazdasági fellendülést biztosított számukra.
A hazai kamatokban tehát azok az elemek, amelyeket a
globális pénzügyi piacok határoznak meg – a globális
kockázatmentes kamatok, illetve a globális kockázati
prémium –, alacsonyak. A nemzetközi fellendülés azon-
ban továbbra is törékeny; különösen az olajárak rövid
távú alakulása hordoz növekedési és inflációs kockáza-
tokat. Így lehetséges, hogy az alacsonyabb kamatszint
rövidebb távon továbbra is fennmarad, de ez csak ak-
kor valószínű, ha a világgazdaság növekedési üteme le-
lassul. Kedvezőbb növekedési forgatókönyv mellett
azonban megnő a külföldi kamatok gyorsabb növeke-
désének a valószínűsége is. Így a jelenlegi külső környe-
zet, amelyet gyors világgazdasági növekedés és ala-
acsony inflációs, illetve kamatszint kombináció jellemez,
valószínűleg nem marad fenn tartósan.

I. 2. HOZAMOK

Az előző inflációs jelentésünk megjelenése óta eltelt időszakban az állampapír-piaci hozamok mozgásában két, időben elkülönülő, ellentétes irányú tendencia érvényesült. Augusztusban emelkedni kezdtek a hozamok, majd szeptember közepétől határozott csökkenés kezdődött meg, ami az éven belüli hozamoknál volt a legértelmezesebb.

I-3. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok

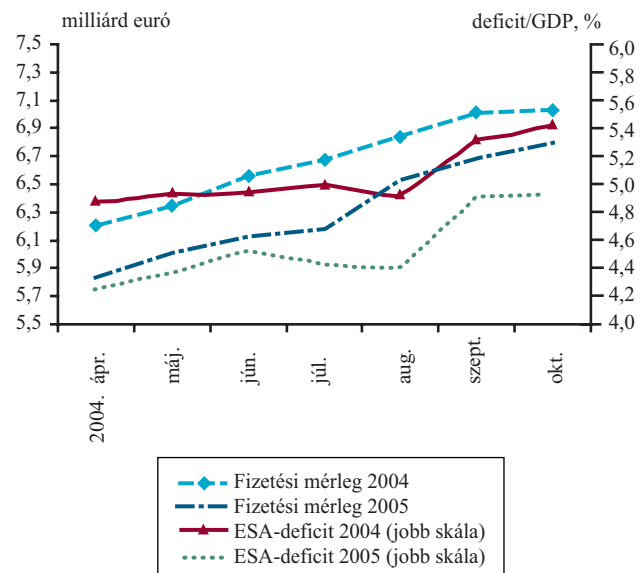


A forin hozamokat a hazai makrogazdasági kilátások, a főbb nemzetközi pénzügyi folyamatok (lásd a Külföldi kamatok és kockázati megítélés alfejezetet) és a befektetők kockázati érzékelése alakítja. A kedvező nemzetközi környezetben a hazai fundamentális hírek – elsősorban az új kormány összetételével, gazdaságpolitikai elképzeléseivel kapcsolatos bizonytalanság, valamint a költségvetési hiány alakulása – a növekvő kockázatok irányába mutattak augusztus elejétől szeptember közepéig, ami a hozamok emelkedéséhez vezetett. Szeptember közepétől azonban megindult és október–november folyamán tovább erősödött a rövid hozamok csökkenése. Mivel a kockázati megítélés szempontjából legfontosabb makrogazdasági fundamentumok – az államháztartás, illetve a folyó fizetési mérleg hiányának – várt pályája a Reuters elemzői felmérése szerint szeptemberről októberre inkább tovább romlott, a rövid távú kockázati megítélés hozamcsökkenésben tükröződő javulásának okait máshol kell keresnünk. A kockázati

megítélés javulásához a kedvező nemzetközi környezet hatásain túl hozzájárulhatott az új kormány megalakulása, illetve az időszak egészében erős szinten stabilizálódó árfolyam.

I-4. ábra

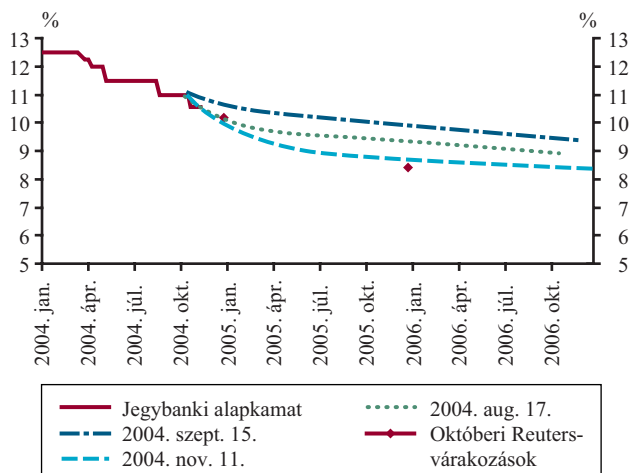
A folyó fizetési mérlegre és az államháztartási hiányra vonatkozó piaci várakozások historikus alakulása



A Monetáris Tanács a vizsgált időszakban – folytatva az óvatos monetáris politikai lépések gyakorlatát – az augusztusi és októberi kamatmeghatározó ülésén 50-50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot. A jegybanki kamatlépések megfeleltek a piaci várakozásoknak, így nem okoztak érdemleges változást a hozamokban. Az irányadó kamat következő két évre várt pályája is szignifikánsan csökkent augusztusról novemberre, míg szeptember közepén átmenetileg lényegesen magasabb alapkamatot várt a piac. A hozamgörbével a jövő év végéig további mintegy 180 bázispontos alapkamat-csökkentés konzisztens, míg a Reuters októberi felmérése szerint ugyanezen az időtávon a piaci elemzők 200 bázispontos csökkentést várnak.

I-5. ábra

A jegybanki alapkamat forwardhozamgörbe alapján várt pályája



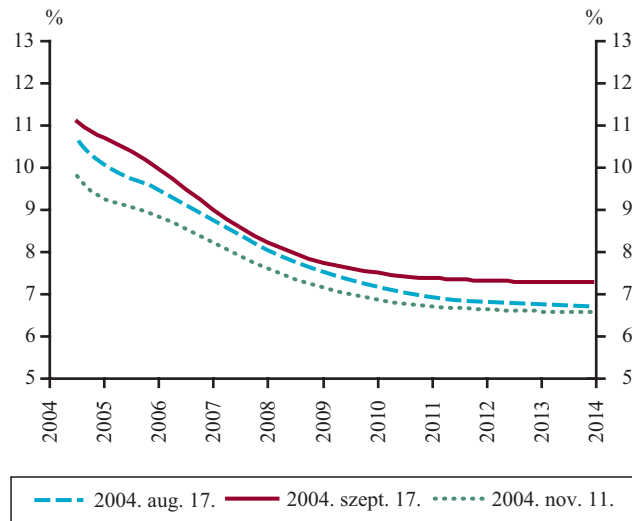
Októberben csökkent a korábbi hónapokat jellemző szignifikáns eltérés a hozamgörbéből, illetve a Reuters elemzői felméréséből származó kamatváradások között. Mindez a várt irányadó kamatpálya körüli bizonytalanság mérséklődésére utal.

A hosszabb lejáratú hozamok több tekintetben is eltérően alakultak a rövid hozamoktól. A jövőbeli hozamváradásokat kifejező származtatott forwardgörbe augusztusról szeptember közepére – feltehetően a kormányátalakítási bizonytalanságokkal összefüggésben – minden futamidőn felfelé tolódott. Ezt követően azonban minden horizonton jelentős csökkenés következett be a jövőben várt hozamokban. Így összességében augusztus közepéhez képest november közepére a 10 éves végpontja körül elfordult a forwardhozamgörbe.

A magyar gazdaság hosszú távú pályájának kockázati megítélését leginkább az euró- és a forint-forwardhozamok különbsége ragadja meg, a távolabbi időpontokban e különbség jelzi az euró bevezetésének várt időpontjával kapcsolatos váradásokat is. Az 5 és 10 év múlva kezdődő forwardkülönbsétek igen kedvezőtlenül alakultak 2004 egészében: szeptemberig jellemző volt a folyamatos, trendszerű emelkedés, ezt követően csökkenés kezdődött, ami azonban november első heteiben már nem folytatódott tovább. Mindezen mozgások eredményeként a hosszú forwardkülönbsétek szintje jelenleg számottevően meghaladja a korábbi éveket. A távolabbi futamidőkön tartósan magas kockázati mutatók jól jelzik, hogy a piaci szereplők a korábbi éveknél határozottan borúlátóbban ítélik meg a magyar gazda-

I-6. ábra

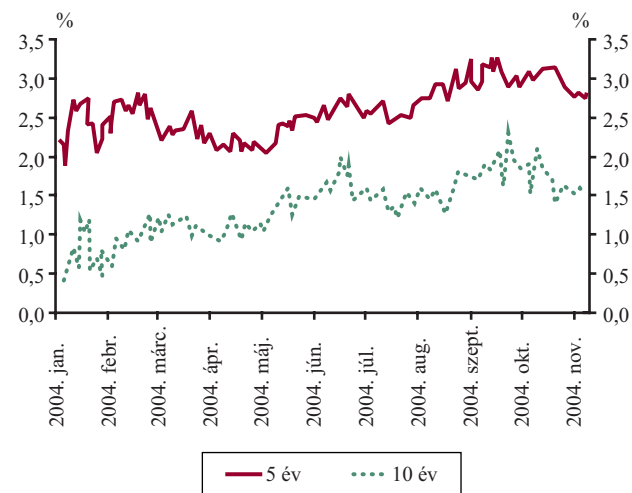
Származtatott egyéves forwardhozamok különböző időpontokra



ság hosszabb távú kilátásait. Ezzel összefüggésben az euró 2010-es bevezetését célul kitűző konvergenciapályával kapcsolatban is felerősödtek a piaci kételyek.

I-7. ábra

3 hónapos származtatott forwardkülönbsétek alakulása



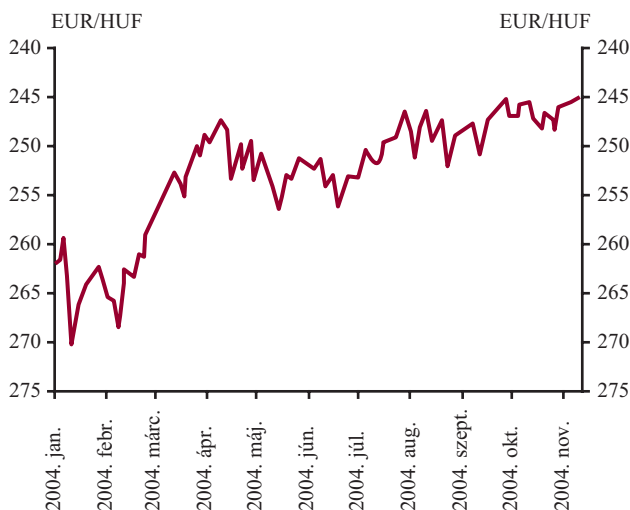
A rövid és a hosszú hozamok alakulása összességében azt mutatja, hogy míg az elmúlt három hónapban kedvezőbbé vált a rövid távú folyamatok kockázati megítélése, tartósan magasak a hosszabb távú kockázatok. A hosszú távú folyamatokkal kapcsolatos tartós bizonytalanság arra utal, hogy a piaci szereplők az euró bevezetését célzó konvergenciaprogramnál kedvezőtlenebb makrogazdasági pályát várnak a következő években.

I. 3. ÁRFOLYAM-ALAKULÁS

A forint árfolyama augusztus eleje óta egy enyhe felértékelődési trend mentén viszonylag stabilan alakult; előző jelentésünk óta közel 2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. Az árfolyam volatilitása mérséklődött a korábbi időszakokhoz képest, annak ellenére, hogy több átmeneti gyengülés szakította meg az árfolyam trendjét. Augusztus elején a kormányátalakítás bejelentése, később a miniszterelnök-csere, az új kormány összetétele és várható gazdaságpolitikája körüli bizonytalanságok, majd október közepe óta a jegybanktörvény tervezett módosítása miatt felerősödő kockázatok tükröződtek az árfolyam változásaiban. Az árfolyamra negatívan hatottak az idei költségvetéssel, illetve a második negyedéves fizetésimérleg-adatokkal kapcsolatos aggodalmak is. A leértékelődési epizódok a legtöbb esetben átmenetinek és enyhének bizonyultak.

I-8. ábra

A forint árfolyama az euróval szemben



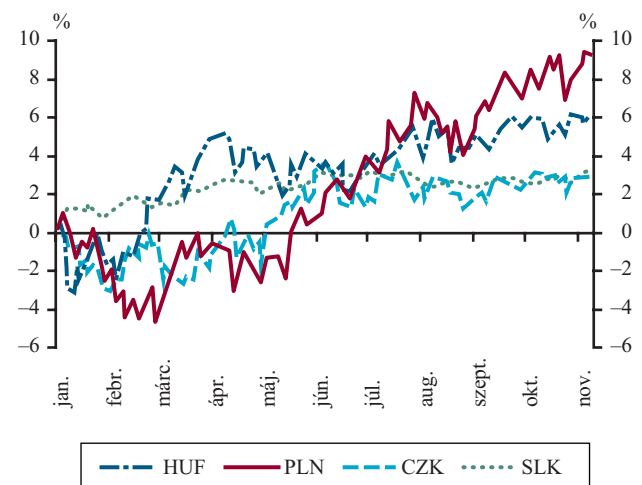
Az árfolyam stabilitásához hozzájárult a jegybank óvatos kamatsökkentési politikája, ennek tulajdonítható az a fejlemény is, hogy a kockázatok megítélésében beálló változások jellemzően a hozamgörbében, és kevésbé az árfolyamban csapódnak le. Emellett az erős sávszél közelsége is magyarázhatja, hogy miért mozog viszony-

lag szűkebb sávban az árfolyam. Annak magyarázatában, hogy a forint árfolyama az utóbbi időben kevésbé és csak átmenetileg reagált a fundamentumokkal kapcsolatos kedvezőtlen hírekre, nem zárhatók ki a regionális, illetve globális tényezők kedvező hatásai sem.¹ A globális pénzügyi piaci kockázati környezet továbbra is rendkívül kedvező. Emellett a kelet-közép-európai regionális árfolyamalakulás is kedvező volt: június óta a zloty számottevően erősödött, a cseh és a szlovák valuták pedig igen stabilan alakultak.

I-9. ábra

Néhány frissen csatlakozott ország valutájának euróval szembeni árfolyama

(százalékban kifejezett erősödés 2004. január 2. óta)

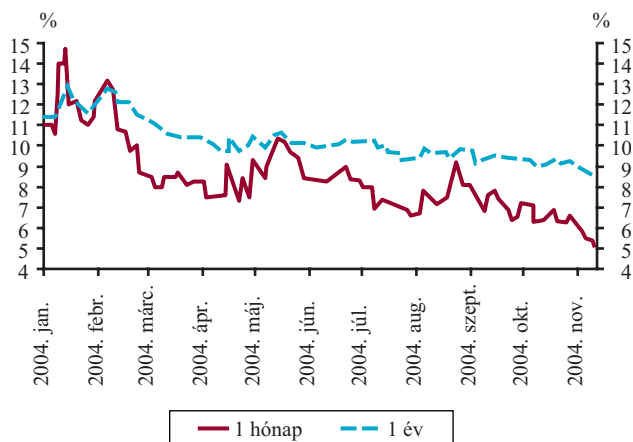


A rövidebb távú árfolyam-várakozásokat övező bizonytalanságról a forintra szóló derivatív termékek (opciók) implikált volatilitásaiból, illetve a Reuters rendszeres havi makroelemzői felméréseiből kaphatunk képet. Az egy hónapos implikált volatilitásban tükröződnek az augusztusi bizonytalanságok, azonban a várt árfolyam-ingadozás csökkenő trendet mutat. Az egyéves implikált volatilitás alakulása szintén arra enged következtetni, hogy az árfolyam-várakozások bizonytalansága az elmúlt hónapokban valamelyest csökkent.

¹ Lásd az I. 1. alfejezetet.

I-10. ábra

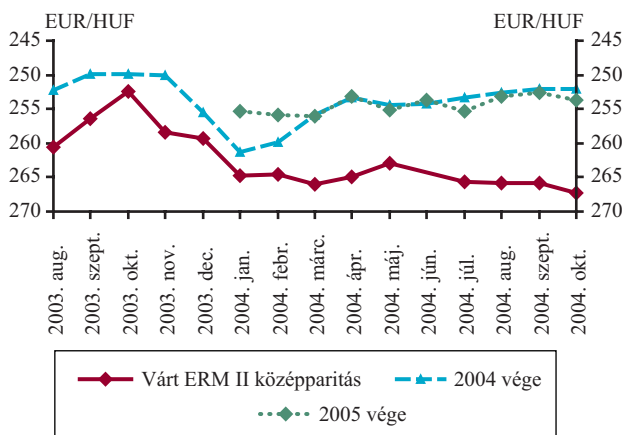
Euró/forint implikált volatilitások



A Reuters októberi felmérése alapján hasonló kép rajzolódik ki: a 2004 és 2005 végére várt árfolyamszintek szóródása valamelyest csökkent az elemzők körében. Mindezek a jelek arra utalnak, hogy az árfolyam csökkenő volatilitásával a várakozások bizonytalansága is mérséklődött – legalábbis rövid távon.

I-11. ábra

2004 és 2005 végére vonatkozó elemzői árfolyam-várakozások



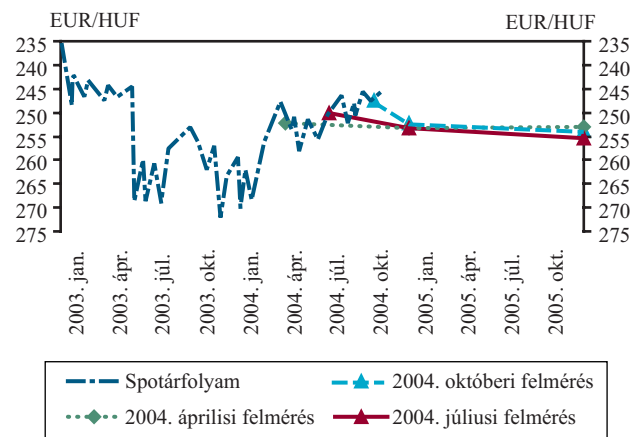
A július közepe óta végbement árfolyam-erősödés ellenére a 2004 végére várt árfolyam (252 forint/euró) nem különbözik számottevően a júliusi Reuters makroelemzői felmérésben szereplő szinttől. Az elemzők nagyjából vízszintes pályát vetítenek előre 2005 decemberéig (az ekkorra várt szint 253 forint/euró), ami szintén nem jelent elmozdulást a júliusi felméréshez képest. A Reuters novemberi felmérése szerint az euró át vételének a piac által várt időpontja az augusztusi felméréshez képest még tovább tolódott. A megkérdezett elemzők körében az augusztusi felmérés óta olyan vélemények is szerepelnek, amelyek szerint az euró bevezetésének időpontja évekkal kitolódhat a 2010-es céldátumhoz képest. Ez arra utal, hogy az árfolyam- és hozamalakulással kapcsolatos hosszabb távú kilátások – a

rövid távú megítéléssel szemben – nem javultak számottevően.

A külföldi piaci szereplők által tartott forint állampapírok állománya az év közepére jellemző hosszabb stagnálás után augusztus eleje óta számottevően emelkedett, leszámítva egy rövidebb időszakot augusztus végén, amikor felerősödtek az új kormány összetételével és programjával kapcsolatos aggodalmak. Az epizód után a külföldi befektetők állampapír-állománya ismét növekedésnek indult, majd októberben némileg csökkent. Az állomány átlagos lejáratát november folyamán kismértékben emelkedett, a korábbi évekkal összehasonlítva azonban továbbra is alacsony.

I-12. ábra

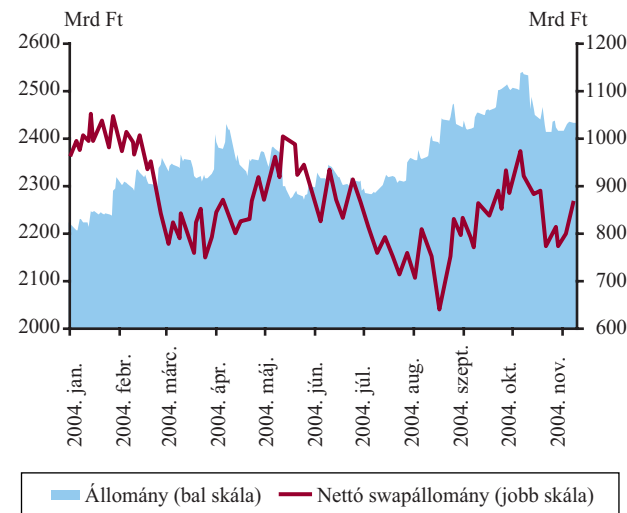
A forint árfolyama és a Reuters elemzői árfolyam-várakozások elmozdulása



A külföldi befektetők állampapír-állományának növekedésével nem járt együtt forint melletti pozíciók felvétele, ami összhangban áll a nettó swapállomány emelkedésével és az árfolyam relatív stabilitásával az elmúlt hónapokban. Az állampapír-állomány és a net-

I-13. ábra

A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és a nettó swapállomány



tó swapállomány együtt mozgása mögött az is állhat, hogy az állampapírt vásárló külföldi befektetők kerülnek a forint melletti pozíciók felvételét, és swappal fedezik az állampapírokban meglévő árfolyamkockázata-

tot. Emellett szól az is, hogy mivel az árfolyam a sáv-szél közelében mozog, lényegesen nagyobbak a leértékelődés, mint egy jelentősebb felértékelődés kockázatai.

I. 4. MONETÁRIS KONDÍCIÓK

Reálkamat

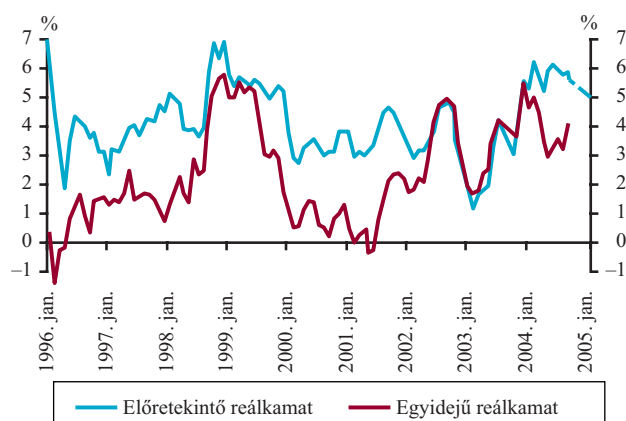
A monetáris politika reálgazdaságra gyakorolt hatása döntően a reálárfolyamon és a reálkamatokon keresztül érvényesül. Magyarországon a külkereskedelem meghatározó súlya miatt az árfolyamcsatorna szerepe a fontosabb. A következőkben röviden bemutatjuk, hogy a közelmúltban hogyan alakult e két változó, és a piaci szereplők mit gondolnak jövőbeli alakulásukról. A piaci várakozásokat a Reuters felméréséből vettük át, ami bár nem tekinthető a gazdasági szereplők összességét reprezentáló mintának, a tendenciákat illetően vélhetően jó közelítés.

A monetáris politikai szempontból fontos információt hordozó, 12 hónapra előretekintő reálkamat enyhén csökkent az elmúlt hónapokban, de szintje historikusan továbbra is magas, meghaladja az 5 százalékot. Az előretekintő reálkamat csökkenése mögött elsősorban az egyéves hozamok csökkenése áll, a 2005-ös inflációs várakozások a Reuters elemzői felmérése szerint októberig alig változtak. Az elemzői várakozások azt mutatják, hogy a jövő év elejére várt előretekintő reálkamat tovább csökkenhet, de szintje 5 százalék felett marad.

Az egyidejű reálkamat – az indirektadó-emelések inflációra gyakorolt hatása miatt – 2004-ben jelentősen ala-

I-14. ábra

Monetáris kondíciók: reálkamat*



* Az előretekintő reálkamat idősorához a 12 hónapra előretekintő inflációs várakozásoknak a Reuters-felméréséből számított értékeit használtuk fel.

csnyabb, mint az előretekintő reálkamat. Az egyidejű reálkamat a korábbi hónapokat jellemző szinthez képest emelkedett szeptemberben, megközelítve a 4 százalékot. Az emelkedést elsősorban a vártnál nagyobb szeptemberi dezinfláció okozta. Az egyidejű reálkamat értéke az indirektadó-emelések hatásának elmúlásával a jövő év elején ismét közel kerülhet az előretekintő reálkamatához.

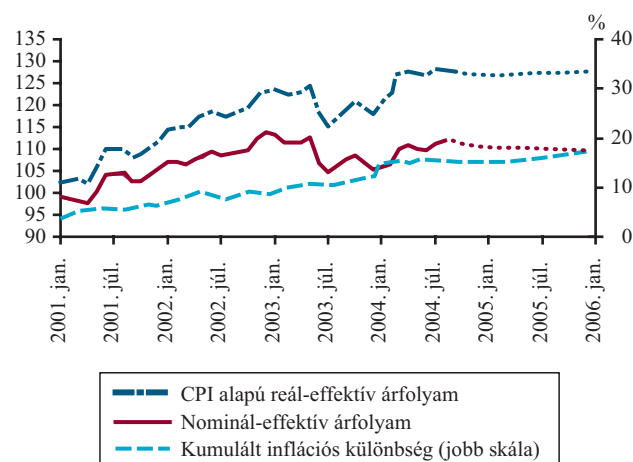
Reálárfolyam

A fogyasztóiár-indexszel számított reál-effektív árfolyam a februári-márciusi erőteljes nominális felértékelődést követően csak csekély mértékben erősödött. A május óta bekövetkezett alig 1 százalékos erősödést a magyar inflációs többlet okozta; a nominál-effektív árfolyam gyakorlatilag nem változott ebben az időszakban.

A piaci elemzők árfolyam- és inflációs várakozásait felhasználva kiszámítottuk, hogy milyen reálárfolyam-pályát várnak 2005 végéig. Az idei év hátralévő részére

I-15. ábra

Monetáris kondíciók: fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam



*Reál-effektív árfolyam, 2000 átlaga = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. A 2004 végére vonatkozó várakozást a Reuters inflációs és árfolyamkonszenzusával számítottuk, feltételezve, hogy a kereskedelmi partnerek inflációja nem változik az elmúlt egy év átlagához képest, valamint hogy az effektív árfolyamra vonatkozó felértékelődési várakozások megegyeznek az euró/forintra vonatkozóval.

várt enyhe reáллеértékelődés elsősorban a nominális árfolyam év végéig várt leértékelődéséből adódik, viszont a 2005 egészére várt reálfelértékelődés – tekintettel a várt vízszintes árfolyampályára – már teljes egészében a

hazai többletinflációnak tulajdonítható. A reálárfolyam várható trendje így valamelyest alatta marad a magyar gazdaságra jellemző egyensúlyi reálfelértékelődési ütemnek.

II. AZ INFLÁCIÓ ÉS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI 2004 KÖZEPÉIG

II. 1. KONJUNKTÚRA

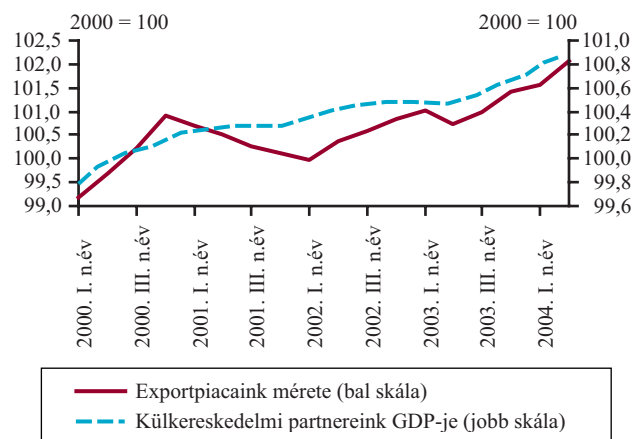
A második negyedévben, a továbbra is erős külső kereslettel a háttérben, folytatódott a bruttó hazai kibocsátás élénk növekedése. A bővülést részletesebben megvizsgálva azonban a vállalati szektorban jelei mutatkoznak annak, hogy az első negyedévhez képest a növekedés fékeződőben van. Az államháztartás és a lakosság által generált kereslet ugyanakkor a korábban vártat meghaladta.

II. 1. 1. KÜLSŐ KERESLET

A hazai gazdasági aktivitás szempontjából meghatározó európai konjunktúra a második negyedévben az első negyedévihez hasonló lendülettel folytatódott. Ennek hajtóereje az eddiginél is fokozottabb mértékben az exportnövekedés volt, miközben a lakossági fogyasztás és a beruházások lényegében továbbra sem mutattak élénkületet. Fő külkereskedelmi partnereink GDP-bővülése valamivel elmaradt az első negyedévitől, de évesítve így is közel 2 százalékkal bővült. Ennél is jelentősebb mértékben nőtt exportpiacaink mérete (amit külkereskedelmi partnereink súlyozott importnövekedéseként számítunk): a második negyedévben a bővülés mértéke évesítve megközelítette a 10 százalékot.

II-1. ábra

Exportpiacaink méretének* és fő külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása

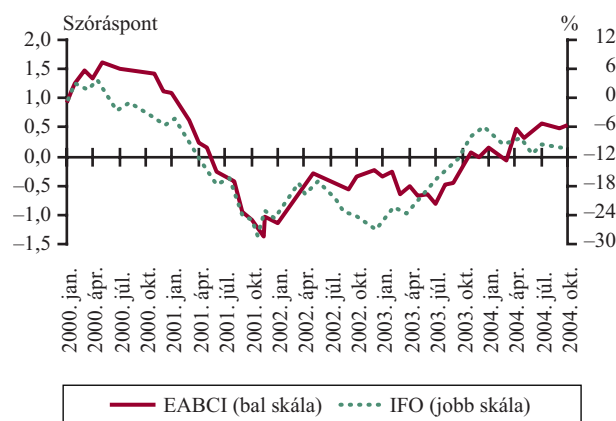


* Fő külkereskedelmi partnereink áru- és szolgáltatásimportjának volumene. Súlyozott átlag, melyben a súlyok a magyar export ország-szerkezetéből származnak. Logaritmizált értékek alapján.

A kedvező képet némileg árnyalják a harmadik negyedévre vonatkozó információk. Júliusban és augusztusban mind az ipari termelés, mind az új rendelések csökkentek az euróövezetben, ezen belül különösen a számunkra legnagyobb súlyú Németországban. Ugyancsak a német ipari konjunktúra gyengébb kilátásait tükrözi az IFO üzletiklíma-index alapvetően év eleje óta tapasztalható süllyedése. Emellett az euróövezet üzletiklíma-indikátora (EABCI) is stagnált a harmadik negyedévben.

II-2. ábra

Az euróövezet (EABCI) és a német IFO kutatóintézet üzletiklíma-indexe



Költségoldalon főként a magas olajárak gyakoroltak hatást a külső keresletre, bár az euró dollárral szembeni árfolyamának alakulása a hatás erejét lényegesen csökkentette. Az erős euró vélhetően nem jelent közvetlen fenyegetést az euróövezet versenyképességére, amíg a magas belső kereslet által fenntartott amerikai gazdasági növekedés ilyen ütemben folytatódik. A Fed legutóbbi kamatemelése után azonban elképzelhető, hogy az amerikai gazdaság növekedése lassulni fog, akkor pedig a megemelkedett energiaárak és a magas euróárfolyam erősebben éreztethetik majd hatásukat az euróövezet országaiban is.

II. 1. 2. TERMELETÉS

A második negyedévben a feldolgozóipar bruttó kibocsátásának növekedési üteme még magas maradt (évesítve a negyedéves növekedés 10 százalék feletti volt), azon-

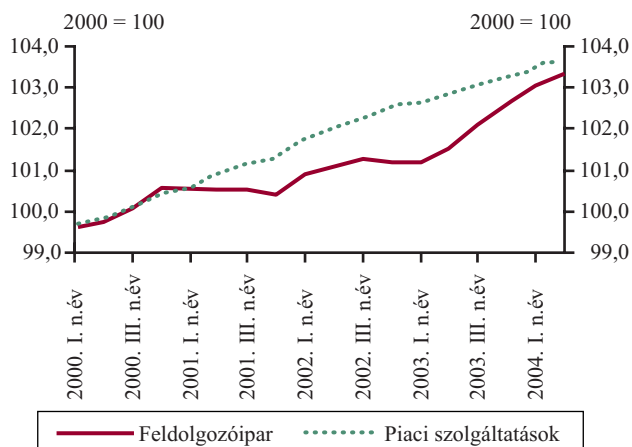
ban a szektorban keletkező hozzáadott érték bővülése lefékeződött (az első negyedévi 9 százalékos feletti évesített negyedéves bővülést a második negyedévben 5 százalékos éppen meghaladó növekedés követte). Rövid távon valószínűleg az utóbbi jelezte jobban a vállalkozói szektor konjunktúrájának alakulását, ugyanis a harmadik negyedévről rendelkezésre álló adatok alapján az utóbbi időszakban a bruttó kibocsátás is lényegesen lelassult.

A külső kereslet második negyedévi alakulásával, továbbá az ugyancsak kedvező konjunkturális helyzetet tükröző áruexporttal a háttérben, a feldolgozóipari termelés ilyen mértékű lassulása némiképp meglepő. A képet azonban árnyalja, hogy a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedése 2003 negyedik, valamint 2004 első negyedévében jóval magasabb volt, mint amit a külső kereslet akkori alakulása alapján vártunk, s a második negyedévi lassulás tulajdonképpen ennek a korrekciója. A termelés lefékeződését emellett a termelékenység-növekedés lassulása is magyarázhatja.

A piaci szolgáltatások hozzáadottérték-bővülése ugyancsak elmaradt a várttól a második negyedévben (az évesített növekedés mértéke 3 százalékos körüli, szemben az első negyedévi 4,5 százalékkal), holott az erős külső kereslet mellett a feltételezettől valamelyest magasabb lakossági fogyasztás is nagyobb növekedést indokolt volna. A közelmúlt számai alapján úgy tűnik azonban, hogy a piaci szolgáltatásokban keletkező hozzáadott érték kevésbé élénken reagál az alakulását korábban viszonylag jól meghatározó tényezők változásaira. Főbb komponensei közül kettőben (szállítási szolgáltatások és kereskedelmi szolgáltatások) egyaránt lassulás mutatkozik. Az átlagos éves bővülés mértéke, amely még a legutóbbi recesszió idején is tartósan 4-5 százalékos körül mozgott, az utóbbi időszakban egyre inkább a 3 százalékos küszöb felé közelít.

II-3. ábra

A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értékének alakulása*



* Logaritmizált adatokból számítva.

Az építőipar viszonylag erős negyedéves növekedést mutatott a második negyedévben (évesítve csaknem 6 százalékos), és úgy tűnik, hogy a gyengébb 2003-as év után a szektor visszakerekült arra a növekedési pályára, amelyről a tavalyi első negyedévben letért. A júliusi és augusztusi építőipari adatok alapján a szektor a harmadik negyedévben is stabilan bővül.

II. 1. 3. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS, BERUHÁZÁS ÉS MEGTAKARÍTÁS

A háztartások fogyasztási kiadásainak bővülése a második negyedévben a KSH adatai alapján gyorsult. Ezzel együtt a fogyasztás növekedése jóval alacsonyabb volt, mint a megelőző két évben, amikor a lakosság fogyasztási hajlandósága² elérte, sőt meghaladta a 90 százalékos.

A KSH adataiból kirajzolódó erős növekedést (5,1 százalékos az előző év második negyedévéhez képest) azonban nehéz értelmezni, arra ugyanis egyedi tényezők, így a gépjármű-vásárlásokat és a számítástechnikai cikkek forgalmát érintő szabályozóváltozások is hatottak (erről I. a IV. 5. fejezet). Ha a folyamat trendjének becsléséhez korrigálunk ezekkel az egyedi hatásokkal, akkor a tendencia már nem utal olyan élénk növekedésre.

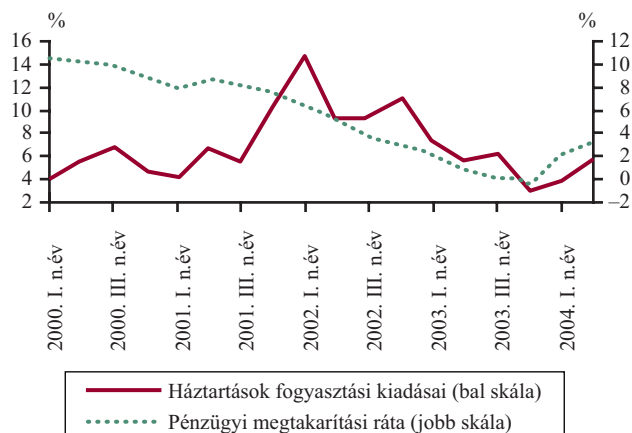
Ez a tendencia jobban összhangban áll a lakosság pénzügyi megtakarításainak alakulásával is. A második negyedévi pénzügyiszámla-adatok szerint ugyanis a szektor nettó finanszírozási képessége jelentősen megnőtt, márpedig ez az adott fogyasztásbővülés és a becslült, még élénk lakossági beruházási dinamika mellett nagy emelkedést feltételez a lakosság jövedelmeiben. Mivel a reálbérek idei bővülése ekkora emelkedést nem magyaráz, a lakossági jövedelmek növekedésének fő forrását az ún. egyéb (vegyes) jövedelmek körében kell keresnünk. A rendelkezésre álló információk alapján a kamattörvények, valamint a tulajdonosi részesedésből származó jövedelmek (osztalékok és árfolyamnyereség) növekedését, az EU-s agrártámogatások kifizetését, illetve a támogatott lakáshitelek után igénybe vett adókedvezmények hatását sejtjük a jelenség mögött.

Az elmúlt év egészében tapasztalt folyamatoknak megfelelően továbbra is élénk lakossági beruházási tevékenységre utalnak főbb indikátoraink (lakáshitelek, építési engedélyek számának alakulása). Az átadott lakások száma mintegy 45 százalékkal volt magasabb (részben az alacsony bázis hatására) 2004 első három negyedévében, mint az előző év azonos időszakában. Ennek egyik oka azonban a kínálat rugalmatlanabb alakulása, vagyis a reállakásarak csökkenése ellenére nagy ütemben folytatódó építkezések. A reállakásarak növekedési üteme ugyanis 2003 második negyedéve óta lassuló, sőt az idej második negyedévtől már negatív a kereslet gyengülése következtében.

² Fogyasztási kiadások a rendelkezésre álló jövedelem arányában.

II-4. ábra

A lakosság fogyasztási kiadásainak és a pénzügyi megtakarítási rátának az alakulása *



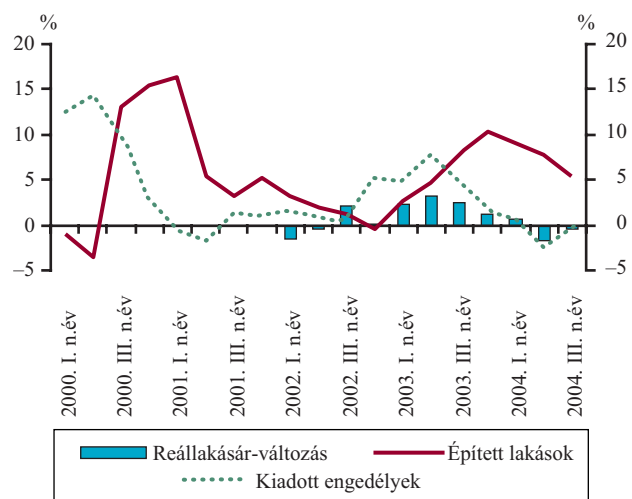
* Fogyasztási kiadásoknál évesített negyedéves növekedési ütem; megtakarítási ráta a rendelkezésre álló jövedelem arányában.

Ennek megfelelően a kiadott építési engedélyek száma visszaesően van, bár a korrekció mértéke elmarad az általunk korábban várttól: az engedélyek száma 2004 első kilenc hónapjában még több mint 2 százalékkal haladta meg az egyébként kiugróan magasnak számító 2003-as év azonos időszakában regisztráltat (részben ez is bázishatás eredménye).

II-5. ábra

A lakásépítési engedélyek és az épített lakások számának alakulása

(előző negyedévhez képest, százalékban)



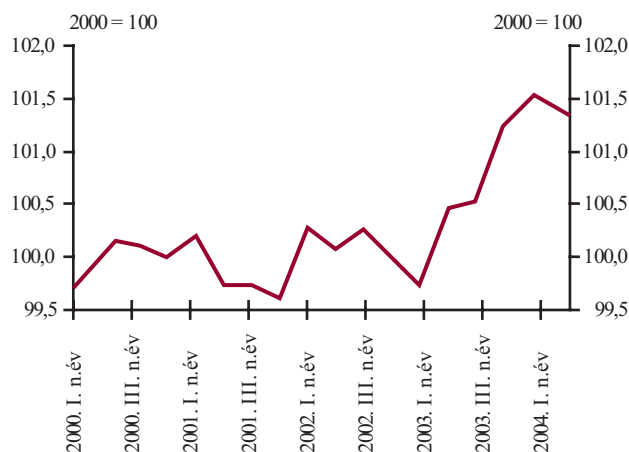
* Források: lakásépítés és engedélyek számánál KSH; a reállakásárak esetében a nominális árak az „Origo” adatbázisból származnak (ami csak budapesti lakásokat tartalmaz), deflátorként a fogyasztóiár-indexet használtuk.

II. 1. 4. VÁLLALATI BERUHÁZÁSOK ÉS KÉSZLETALAKULÁS

A vállalati beruházások 2004 második negyedévében váratlan visszaesést mutattak (évesítve a csökkenés üteme közel 5 százalékos).

II-6. ábra

A vállalati beruházások alakulása *



* Az idősor az MNB saját becslése a KSH beruházásstatisztikája alapján; logaritmus értékekből.

A 2003 eleje óta tartó magas növekedés korrekciója ellenére az alapvető folyamatot ugyanúgy értékeljük: a vállalati beruházások a külső konjunktúra élénkülésével 2003-ban növekedni kezdtek, s e tendenciában a 2004 második negyedévi visszaesés inkább egyszeri hatás lehet. A vállalati beruházások növekedése tehát folytatódik, bár üteme lassulhat. Ez utóbbi vélekedésünket látzik igazolni, hogy a kapacitáskihasználtság mutatója (a Kopint-Datorg felméréséből) a korábbi folyamatos növekedéssel szemben lényegében már második negyedéve stagnál, egyéb vállalati felmérések alapján pedig kevesebb azon cégvezetők száma, akik a meglévő kapacitásokat elégtelennek ítélnék a jövőben várható rendelésekhez képest.

Az ipari konjunktúra szempontjából jelentős, hogy a feldolgozóipari beruházások visszaesése kisebb mértékű, vagyis inkább a piaci szolgáltatók beruházásaiban látunk jelentősebb lassulást. Ez összhangban van a termelésben látható folyamatokkal, illetve azzal, hogy a feldolgozóiparban továbbra is folytatódik a költségesebb élőmunka tőkével való helyettesítése.

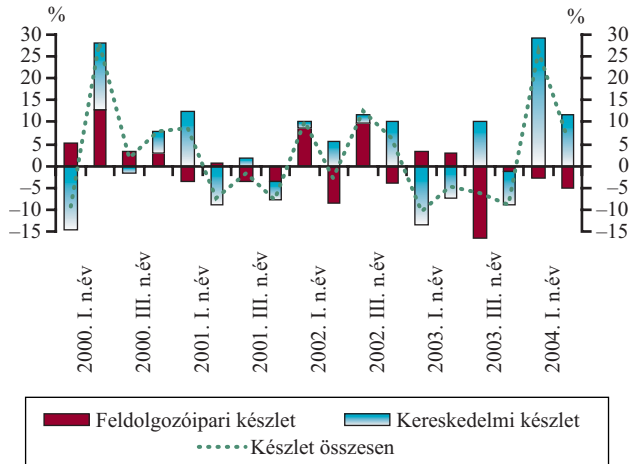
A második negyedévi adatok alapján a nemzetgazdasági készletek állománya tovább növekedett. Ezen belül azonban a feldolgozóipari készletek állománya csök-

kent. A konjunkturális helyzetnek megfelelően a vásárolt készletek szintje valamivel nőtt ugyan, a saját termelési készleteké viszont jelentősen visszaesett. A kereskedelmi készletek állománya viszont erős ütemben növekszik. Valószínű, hogy a kereskedelmi cégek értékesítési várakozásai túl optimisták lehettek, így a lakossági fogyasztás lassulása miatt jelentős árukészletek halmozódtak fel az év első felében.

II-7. ábra

A negyedév végi készletállományok alakulása

(évesített negyedéves növekedés és növekedési hozzájárulás)



II. 1. 5. KÜLKERESKEDELEM

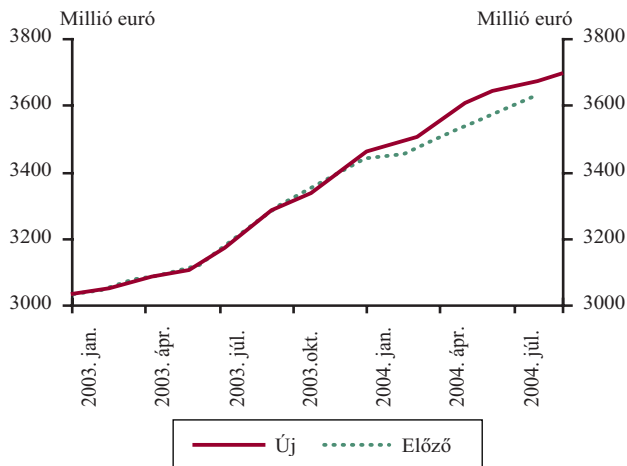
Mint azt előző jelentésünkben is említettük, a legújabb külkereskedelmi adatok a számbavétel új módszertana miatt bizonytalanok.

Az áruexport esetében előző jelentésünkben lefelé irányuló visszamenőleges revíziókról írtunk, s az áruexport növekedési pályáját ellaposodónak láttuk. Az utóbbi

II-8. ábra

Az áruexport trendje* és revíziója

(folyó áron)



* Szezonálitástól és átmeneti hatásoktól megtisztított adatsor.

időszakok revíziói inkább felfelé irányultak, s ennek eredményeként jóval dinamikusabb exportról tanúskodnak az adatok.

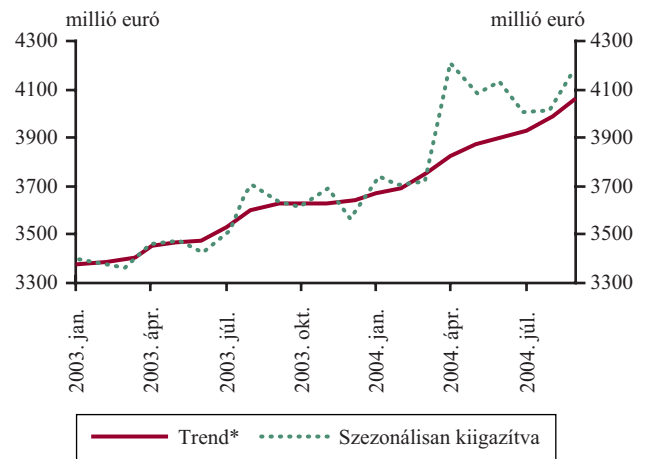
Az áruimport trendjének megítélését – az adatrevíziók mellett – más, az EU-belépéssel kapcsolatos hatások is nehezítették. Az augusztusi jelentésben már ismertetett, előrehozott vásárlások mellé a második negyedévben csatlakozott egy újabb probléma, mely az EU-csatlakozást megelőzően az ún. közvámraktárakban felhalmozott importcikkek csatlakozáskori, néhány nagyobb tételben való „hirtelen” forgalomba kerüléséből származik. A KSH adatközlései szerint éves szinten közel egymilliárd eurónyi készlet nem tartós tendenciát, hanem egyszeri hatást tükröz; valószínűleg nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy az import növekedése 2004 közepén magasabbnak, utána pedig alacsonyabbnak tűnt a konjunkturális folyamatok által indokolhatóan.

A tartós tendencia megragadása érdekében tehát mind az előrehozott vásárlások, mind a vámraktárból kikerült egyszeri import hatását kiszűrtük az áruimport trendjéből. Míg az eredeti adatok alapján úgy tűnhet, hogy az áruimport egy nagyon intenzív első negyedévi növekedés után erősen stagnálóba fordult, addig a megfelelő korrekciók után a többi konjunkturális mutatóval konzisztens, növekvő áruimportot láthatunk.

II-9. ábra

Az áruimport alakulása

(folyó áron)



* A szezonálisan igazított adatsor az eredeti KSH-adatok alapján készült. A trend becsléséhez az előrehozott importvásárlások és a közvámraktárhathatás miatti korrekciókat is elvégeztük. Az előbbi korrekciónál a március-áprilisi importnövekményből 350 millió eurót kivettünk, és azt szétosztva májustól az év második felére visszattettük. Az utóbbi korrekciónál a május-szeptemberi időszakon a KSH legfrissebb információi alapján összességében több mint 1000 millió euróval csökkentettük az import értékét (a közvámraktár-korrekció értéke véglegesen kikerül a trendből).

A KSH második negyedévre rendelkezésre álló, nemzeti számlák szerinti export- és importadatai (melyek az áruforgalmon felül a szolgáltatáskereskedelmet is tartal-

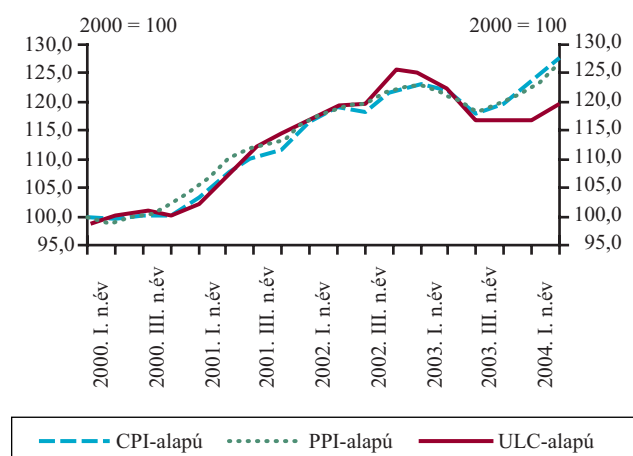
mazzák) világosan mutatják, hogy az importnövekedés dinamikája meghaladta az exportét. Miután a vállalati konjunktúra kissé gyengébb volt a második negyedévben, ezért – az átmeneti hatások mellett – a magas importnövekedés mögött egyéb komponensek, így a lakossági fogyasztás, a lakossági és az állami beruházások állhattak.

II. 1. 6. VERSENYKÉPESSÉG

A fontosabb reál-effektív árfolyamindexek a második negyedévben kivétel nélkül erősödést mutatnak, amit főként a forint euróval szembeni nominális árfolyam-emelkedése okozott. Az áralapú reál-effektív árfolyamindexek esetében az erősödés tartósabb jellegű, és a hazai fogyasztói és termelői árak külföldit meghaladó növekedéséből származott. A feldolgozóipari fajlagos bércöltség-alapú reál-effektív árfolyamindex viszont a megelőző negyedévekben stabil volt, ugyanis az enyhébb nominális erősödést a hazai fajlagos bércöltségek csökkenése kísérte. A második negyedévben azonban a forint nominális árfolyamának erősödése mellett a hazai fajlagos bércöltségek is emelkedtek.

II-10. ábra

A reál-effektív árfolyamindexek alakulása *



*CPI: fogyasztóiár-index; PPI: termelőiár-index; ULC: feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-index. A reálfelértékelődést magasabb indexek mutatják.

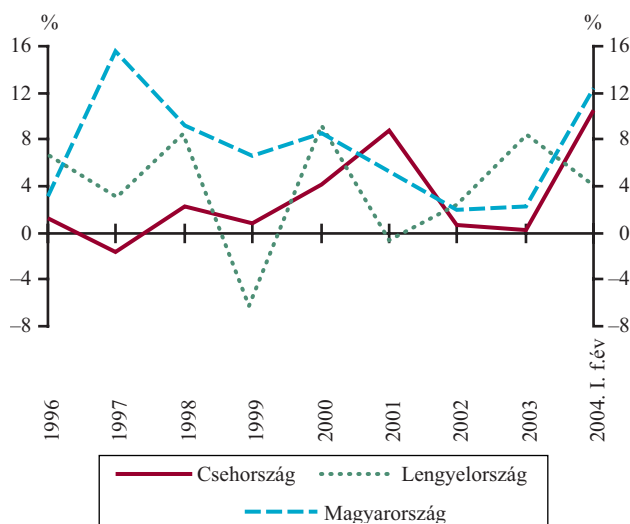
Míg egyes reál-effektív árfolyamindexek alakulása romló külpiaci versenyhelyzetre utalhatna, részesedésünk az EU-15 országcsoport piacán tovább emelkedett. Végleges adatokkal ugyan jelenleg csak az első negyedévre

vonatkozóan rendelkezünk, azonban néhány nagyobb kereskedelmi partnerünk (például Németország) importstatistikái alapján úgy látjuk, hogy az EU-15 teljes piacán is növeltük részesedésünket.

Hasonló következtetésre jutunk az OECD exportteljesítmény-mutatójának alakulásából, ami lehetővé teszi a piaci részesedés alapján meghatározott versenyképesség regionális összevetését.³ Az exportpiac eltérő szerkezete, valamint az exportárak és a valutaárfolyamok alakulása következtében folyó áron, euróban, a magyar export növekedése 2004-ben elmarad Csehországtól, illetve Lengyelországtól, a versenyképesség alakulását azonban az exportteljesítmény-mutatók jobban jellemzik. 1999 óta a magyar exportpiac mérete az OECD szerint a cseh és lengyel exportpiacénál is végig alacsonyabb ütemben nőtt⁴, Magyarország exportteljesítménye azonban több évben is meghaladta versenytársait, s a legfrissebb adatok alapján 2004 eddigi időszakában is a legerősebb volt.

II-11. ábra

Exportteljesítmények alakulása *



* Export éves növekedése a piac méretéhez képest, százalékpont. Forrás: OECD. A 2004. I. félévi adatok az MNB saját becslései a nemzeti statisztikák és az OECD adatai alapján.

II. 1. 7. GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS

Az év első felében a gazdaság 4,1 százalékkal bővült 2003 első félévéhez képest. A második negyedévi gyengébb adatok ellenére a magas GDP-bővüléshez a bruttó felhalmozás növekedése járult hozzá a legjelentő-

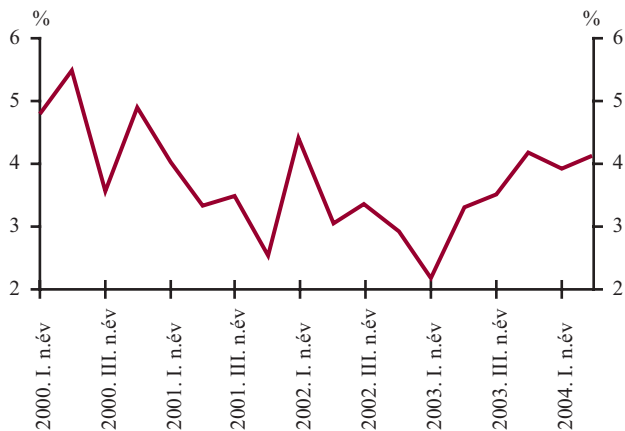
³ Az OECD mutatója az export és az exportpiac relatív változását ragadja meg, százalékban fejezve ki, hogy mennyivel gyorsabban (vagy lassabban) nő az előbbi az utóbbinál. Az OECD definíciója az exportpiac méretére lényegében megfelel a külső keresletnél ismertett saját exportpiac mérete mutatóknak. Az országstruktúra képzése azonban némileg eltér: míg saját mutatónk a legfrissebb éves külkereskedelmi szerkezeten alapul, addig az OECD 2000-es súlyrendszerrel, ugyanakkor valamivel szélesebb körrel határozza meg az exportpiac méretét.

⁴ Ugyan mindhárom ország exportjának legjelentősebb része az EU-15 országcsoportba irányul, azonban Cseh- és Lengyelország exportszerkezetében is nagyobb a magasabb importnövekedésű, kelet-európai piacok (főleg Oroszország és Szlovákia) súlya, mint a magyar exportszerkezetben.

II-12. ábra

A bruttó hazai termék alakulása*

(évesített negyedéves növekedés)



* Az MNB által szezonális és naptári hatásoktól megtisztított időszak.

sebb mértékben. A lakossági fogyasztás alakulása is jelentős volt a növekedésben, bár szerepe 2003-hoz képest csökkent. A nettó export továbbra is negatív módon járul hozzá a GDP bővüléséhez, bár a tavalyinál kisebb mértékben.

Az első félévi GDP-bővülés értékelésekor figyelembe kell venni, hogy eddigi vizsgálataink alapján 2004-ben a naptári hatások a GDP eredeti növekedési ütemeit a tényleges konjunkturális folyamatoknál magasabbnak mutathatják, éves szinten akár 0,2-0,3 százalékkal is.⁵

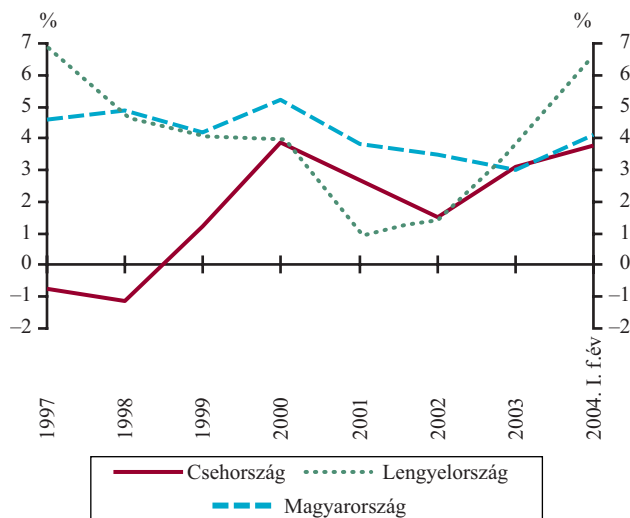
Ezek a hatások becslésünk szerint már az első félév számaiban is megmutatkozhatnak.

Regionális összevetésben a magyar gazdaság bővülése az első félévben némileg meghaladta Csehországét, elmaradt azonban Lengyelországétól, ahol erőteljesebb belföldi kereslet és egyúttal magasabb nettó export figyelhető meg (ez utóbbi összefügghet a lengyel exportpiac gyorsabb növekedésével is).

II-13. ábra

A GDP növekedése a régióban

(éves növekedés)



⁵ Idén a tavalyinál magasabb a naptári napok (szökőév miatt), illetve a munkanapok (az ünnepek eloszlása miatt) száma. Ennek makrogazdasági mutatókra gyakorolt hatásáról bővebben az augusztusi jelentés IV. 6. fejezetében írtunk.

II. 2. MUNKAPIAC

Az augusztusi jelentésben az inflációs prognózis egyik felfelé irányuló kockázataként a munkapiaci feszültségek erősödését jelöltük meg. Munkapiaci szűkösségre utaló jelnek tekintettük a bérinfláció gyorsulását és a szakképzett munkaerő hiányáról szóló információk szaporodását. A második és harmadik negyedévi adatok alapján ugyanakkor látjuk annak jeleit, hogy a munkapiaci szűkösség az eltelt időszakban némileg enyhülhetett: a bérinfláció – bár még mindig magasnak tekinthető – ismét lassuló trendet követ, és a munkakereslet (a ledolgozott munkaórák) bővülése is lassulásnak indult. A munkapiaci feszültségek enyhülése, amennyiben tartós folyamat, összhangban van a munkakereslet mérséklődésével, ami a vállalati konjunktúra második félévi gyengülésének az eredménye lehet. Feltételezésünk szerint ugyanakkor a munkakínálati korlátok továbbra is jelen vannak a gazdaság egyes szegmenseiben, így a munkapiaci feszültségek kialakulásának kockázata hosszabb távon nem feltétlenül mérséklődött számottevően.

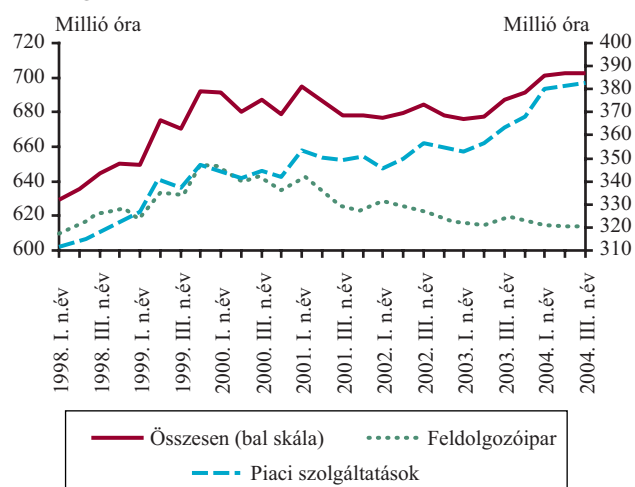
II. 2. 1. MUNKAERŐ-FELHASZNÁLÁS

A ledolgozott munkaórák alapján a versenyszféra munkaerő-keresletének 2003 közepe óta tartó növekedése az elmúlt két negyedévben lassult. A növekedés megtorpanása mögött egyrészt a feldolgozóipari munkafelhasználás továbbra is folytatódó csökkenése, másrészt a piaci szolgáltatások korábbi időszaktól elmaradó munkaerő-kereslet-növekedése áll. A versenyszféra munkaerő-keresleti dinamikájának lanyhulása a konjunktúra mérséklődésével lehet összhangban.

A *feldolgozóiparban* a munkakereslet csökkenése két ellentétes hatás eredője. A feldolgozóipari létszám csökkenésével párhuzamosan ugyanis a munkaintenzitás emelkedése is folytatódott. Amint azt a korábbi jelentéseinkben említettük, a munkaintenzitás és a létszám több mint egy éve tartó, egymással ellentétes mozgásban a munkaerő tőkével való helyettesítése is szerepet játszhat. Ennek megítélésében ugyanakkor bizonytalanok vagyunk, hogy a folyamatok mennyiben a termelési tényezők közötti helyettesítéssel és mennyiben a konjunktúraciklus jelenlegi, felívelő szakaszával függenek össze.

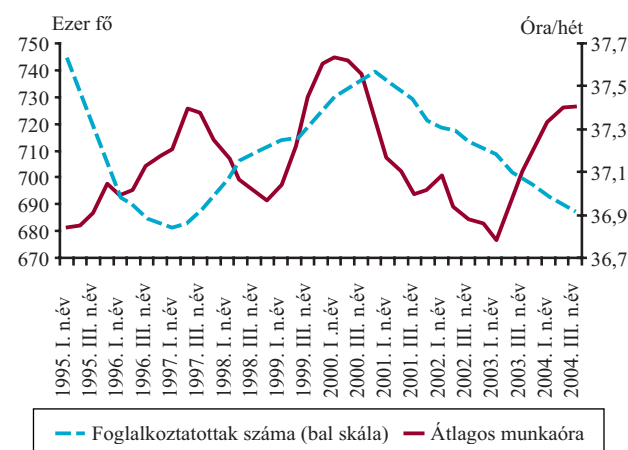
II-14. ábra

Ledolgozott munkaórák alakulása



II-15. ábra

A feldolgozóipari fizikai dolgozók heti átlagos munkaórájának és a feldolgozóipar létszámának alakulása



Historikusan, 1995–1996 között már volt példa a munkaintenzitás és a létszám dinamikájának hasonlóan hosszán tartó szétválására, ami azt sugallná, hogy a létszám a korábbi fellendülési időszakhoz hasonlóan alakul és a megkésett növekedését nem a termelési szerkezet megváltozása idézte elő.⁶ Ugyanakkor úgy véljük, hogy a hazai

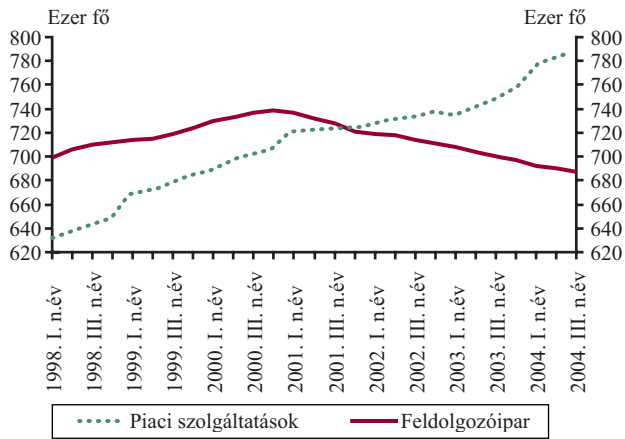
⁶ L. az augusztusi jelentésben a IV. 5 fejezetet.

gazdaságban az elmúlt évtizedben erősen keveredtek a strukturális és konjunkturális sokkok, így például valószínű, hogy a korábbi fellendülési időszakokban jelentős szerkezeti átalakulás ment végbe. Ugyanígy a feldolgozóipari létszám jelen időszaki tartós csökkenése mögött is szerkezeti átrendeződés zajlik, aminek hatására a második negyedévben folytatódott a textilipar leépülése, míg a külső konjunktúrára leginkább érzékeny gépipar már lassan bővíti a létszámát. Összességében tehát elmondható, hogy a konjunkturális és a hosszú távú, strukturális hatások elkülönítése komoly nehézségekbe ütközik.

A piaci szolgáltatások körében a munkakereslet gyengülését a foglalkoztatottság bővülésének lassulása jelzi. A korábbi jelentéseinkben már jeleztük, hogy nehezen találtunk magyarázatot arra, hogy a piaci szolgáltatásokban 2003 elejétől 2004 közepéig jellemző igen gyors foglalkoztatottságnövekedést a munkakínálat oldaláról milyen tartalékok tették lehetővé. A szakmák közötti átjárhatóság nehézségeit figyelembe véve úgy véltük, hogy a piaci szolgáltatások fokozott munkaerő-keresletének előbb vagy utóbb a munkakínálat korlátaiba kell ütköznie. A létszám növekedésének lassulása ilyen értelemben tehát összhangban van a várakozásainkkal. A piaci szolgáltatások körén belül a szálláshely, a vendéglátás és szállítás ágazatok munkakereslete lanyhult, míg a kereskedelem és ingatlan, gazdasági szolgáltatás szektorban a létszám igen gyorsan növekedett.

II-16. ábra

Létszám a feldolgozóiparban és piaci szolgáltatások körében

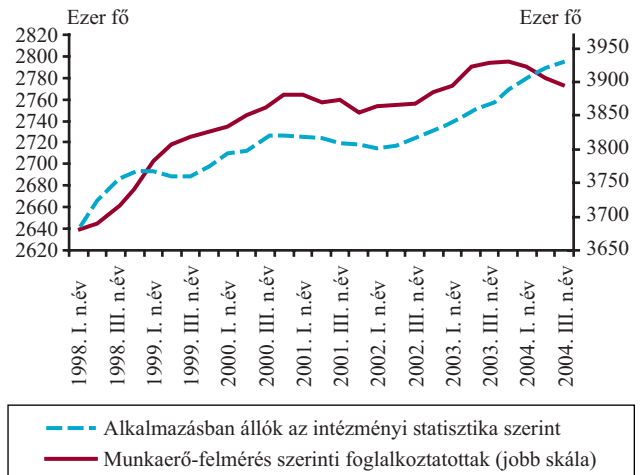


A folyamatok értelmezésében azonban bizonytalanságot jelent, hogy a foglalkoztatás elmúlt időszaki alakulását a különböző statisztikák eltérőnek mutatják. Az egyes szervezetek megkérdezésén alapuló ún. intézményi statisztika, amely az 5 főnél nagyobb vállalatokon és egyéb szervezeteken belül teljes munkaidőben alkalmazott munkavállalókra terjed ki, a létszám további, bár kissé lassuló növekedését mutatja. Ezzel szemben a háztartások „önbevállásán” alapuló munkaerő-felmérés (MF) adatai szerint a foglalkoztatottak száma az idei évben csökkent. Ez

utóbbi az intézményi statisztikánál szélesebb körre vonatkozik, beletartoznak például mind az önfoglalkoztatottak (egyéni vállalkozók), mind a részmunkaidőben dolgozók. Mivel az egyéb statisztikák szerint sem az önfoglalkoztatottak, sem a részmunkaidősök száma nem csökkent a második negyedévben, így a kétféle statisztika eltérését egyelőre nem tudjuk megmagyarázni.

II-17. ábra

Nemzetgazdasági létszám: az intézményi és az MF-statisztika eltérése

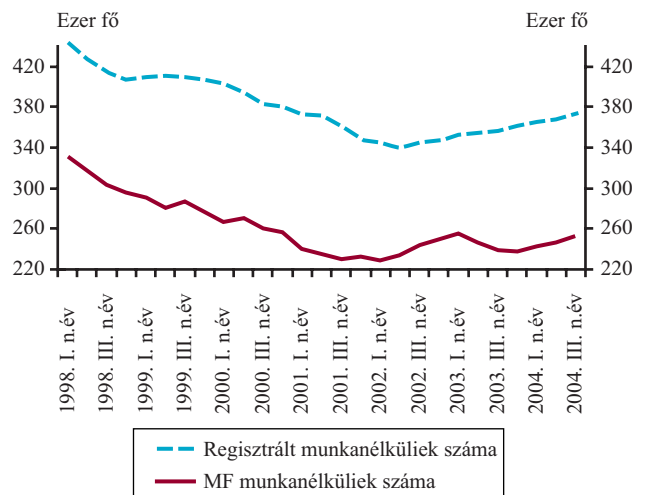


II. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZŰKÖSSÉG

A gazdaság számára rövid távon elsődleges munkaerő-tartalékot jelentő munkanélküliség 2004 harmadik negyedévében tovább emelkedett, ami a munkapiaci szűkössegek enyhülésére utal. A munkanélküliség emelkedése a regisztrált munkanélküliek számának alakulásán túl az MF adataiban is megmutatkozik. A munkanélküliek számának emelkedésében elsősorban a versenyszektor lanyhuló munkaerő-kereslete játszott szerepet.

II-18. ábra

A munkanélküliség alakulása*



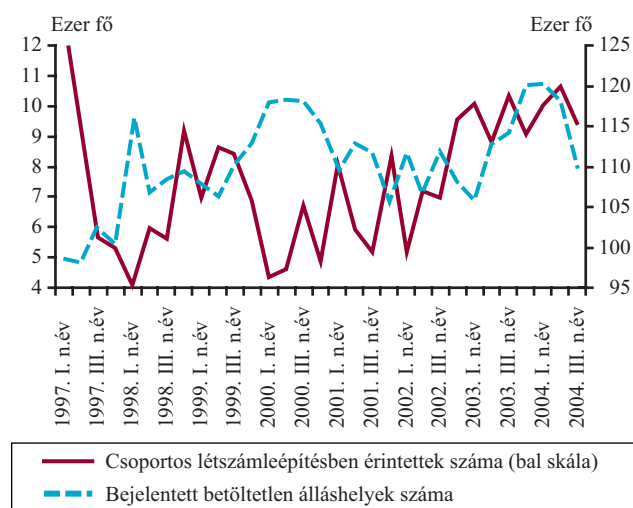
* Regisztrált munkanélküliek a Foglalkoztatási Hivatal adatai, MF-munkanélküliek a KSH munkaerő-felmérése alapján.

Az inaktívák száma a harmadik negyedévben szintén emelkedett. Munkapiaci kutatások eredményei azt mutatják, hogy az inaktívák egyes csoportjainak munkapiaci kötődése megközelíti a munkanélküliekét, így ezeknek a csoportoknak a számszerű bővülése szintén egyfajta munkaerőtartalék-növekedést jelezhet. Most azonban nem egyértelmű, hogy erről van-e szó.⁷ Összességében úgy tűnik, hogy a mérséklődő munkakereslet miatt a foglalkoztatásból kiesők csak kisebb része vált munkanélkülivé, többségük inaktívvá lett.

A harmadik negyedévben a csoportos létszámleépítések magas szintje továbbra is fennmaradt, ugyanakkor a betöltetlen üres álláshelyek száma az év eleji historikusan magas szint után jelentősen csökkent. Ez a változás szintén a munkakereslet enyhülését jelzi.

II-19. ábra

A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek és a betöltetlen álláshelyek száma*



* Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján.

II. 2. 3. BÉRINFLÁCIÓ

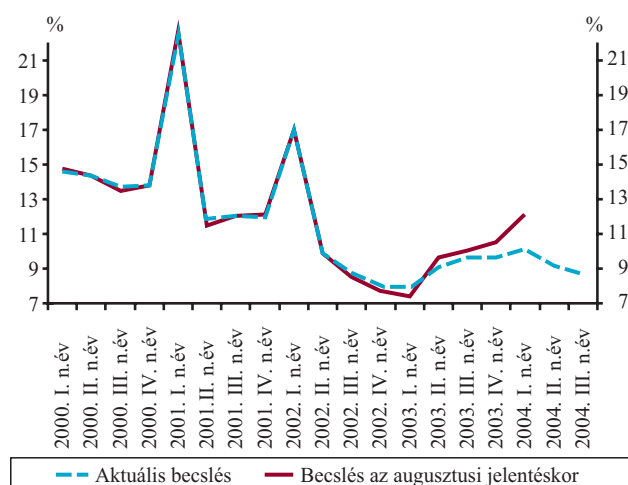
A második és harmadik negyedévi adatok szerint a versenyszféra bérinflációja még mindig magas, de a 2003 eleje óta tartó gyorsulást követően ismét csökkenni kezdett. A bérinfláció lassulása mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében megfigyelhető volt. Bár jelentős KSH-adatrevízió nem történt, de a szezonálisan igazított adatok igen érzékenyen reagáltak a második és harmadik negyedévi adatpont bekerülésére és jelentősen tompították az év eleji növekedés megítélését.

Óvatosságra int ugyanakkor, hogy a TÁRKI felméréseiben szereplő, béremelkedésre vonatkozó vállalati várakozások a bérnövekedés lassulásának csak mérsékelt

II-20. ábra

A versenyszféra bérinflációs tendenciája becslésének módosulása

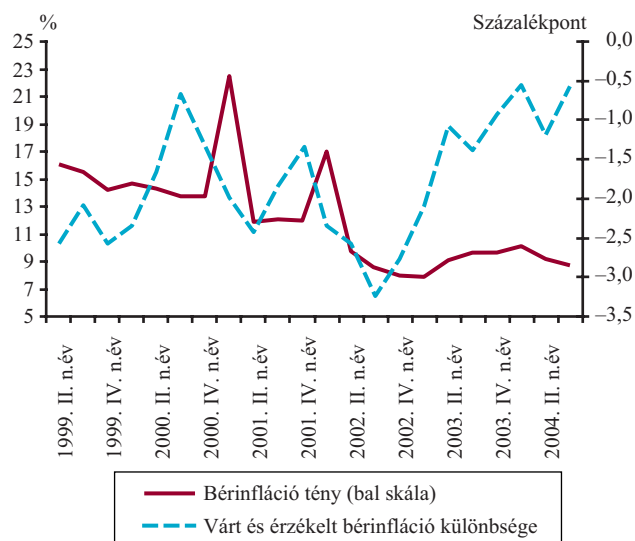
(évesített negyedév / negyedév indexek)



ütemére engednek következtetni. A várt béremelkedés az elmúlt három negyedévben igen közel (1 százalékpontos különbségen belül) alakult az érzékelt béremelkedéshez képest. Az érzékelt és várt bérnövekedés közel azonos szintje alapján csak lassú bérinflációs mérséklődéssel számolhatunk a közeljövőben.

II-21. ábra

A TÁRKI-felmérésbeli béremelkedési várakozások és a megfigyelt versenyszféra bérinfláció alakulása



A feldolgozóiparban a bérinfláció elmúlt időszaki mérséklődése összhangban van a termelékenység lassuló növekedésével, amit a feldolgozóipari konjunktúra gyengülése idézett elő. A béralkalmazkodás azonban

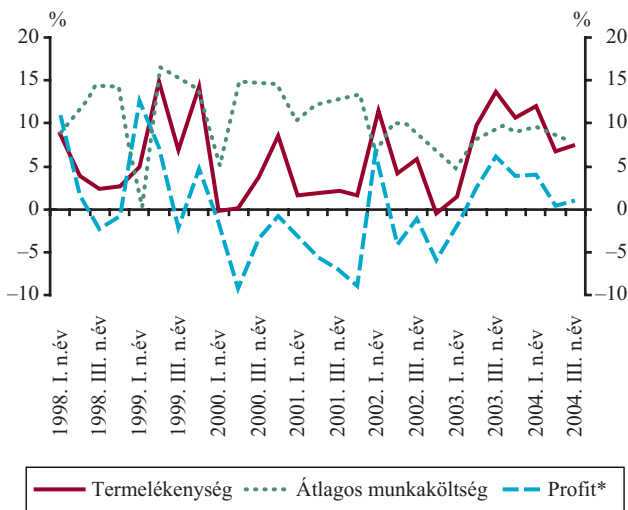
⁷ A második és harmadik negyedévi adatok szerint ugyanis az inaktívakon belül a munkapiachoz erősebben kötődő csoportok (a munkanélküli-járadék után esedékes szociális segélyben részesülők és a gyermekgondozási ellátásban részesülők) számossága éppenséggel csökkent, ami így inkább a munkaerőforrások apadását jelzi. A munkanélküliek és inaktívák egyes csoportjainak munkapiaci kötődéséről I. Galasi P. (2003) „Munkanélküliségi indikátorok és az állásnélküliek munkapiaci kötődése”, Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek 2003/2.

nem volt tökéletes és a bérköltségek termelékenységet meghaladó emelkedése a második és harmadik negyedévben már nem tette lehetővé a bérhányad több negyedéve tartó mérséklését (azaz a munkán elért profit emelkedését). A feldolgozóipari ágazatokon belül a bérek alakulásában is megfigyelhető a leépülő és a konjunktúra által közvetlenül érintett ágazatok eltérése: a bérek növekedése elsősorban a gépiparon belül erőteljes, míg a textilipari bérek a feldolgozóipari átlagtól lényegesen elmaradó ütemben növekednek.

II-22. ábra

Termelékenység, bérek és profitok a feldolgozóiparban

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



*A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.

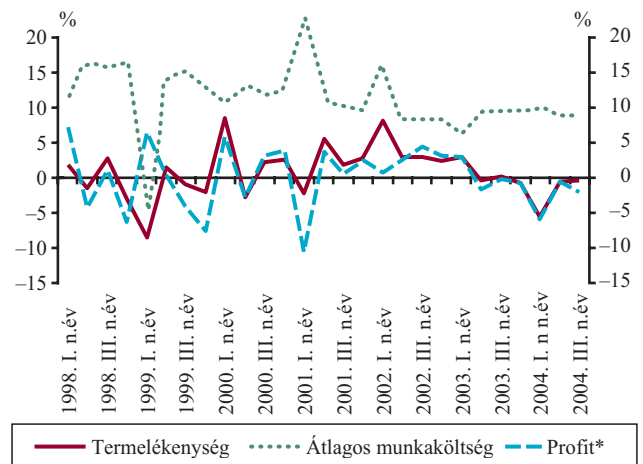
A piaci szolgáltatások körében az augusztusi jelentés írásakor azt feltételeztük, hogy a jövedelmezőség 2003 eleje óta tartó romlása hosszú távon nem fenntartható és a vállalatok alkalmazkodására számítottunk. Az elmúlt időszak adatai alapján úgy tűnik, hogy ez az alkalmazkodás elkezdődött, méghozzá részben a létszám visszafogása és kisebbrészt a béremelkedés mérséklődése útján. A létszám mérsékelt bővítésének eredményeként a termelékenység 2004 eleji csökkenése a friss adatok szerint a kibocsátás lassuló dinamikája ellenére állt meg.

Összességében megállapítható, hogy a versenyszférában a fajlagos munkaköltségek növekedési üteme kis mértékűvé vált mind a létszám, mind a bérköltségek

II-23. ábra

Termelékenység, bérek és profitok a piaci szolgáltatások körében

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)

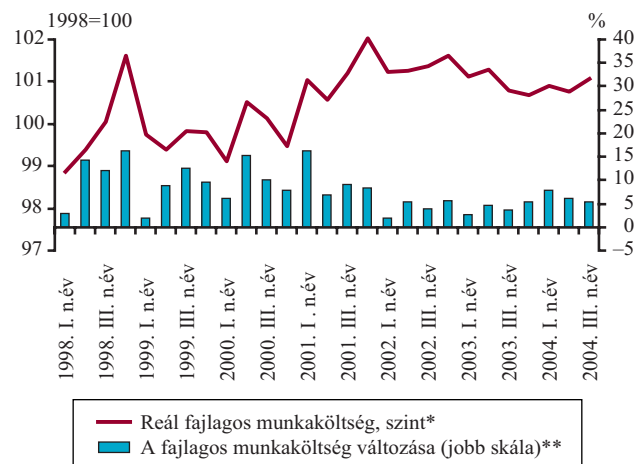


*A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza. Változatlan adótartalmú szolgáltatási árakkal deflálva.

alkalmazkodásának eredményeként. Ugyanakkor a folyamat törekenységére utal, hogy a munkaköltség-növekedés lassulása az utolsó időszakban megtorpanni látszik.

II-24. ábra

Nominális és reál fajlagos munkaköltség a versenyszférában



* Változatlan adótartalmú fogyasztói árakkal deflálva.
** Évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek.

II. 3. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA

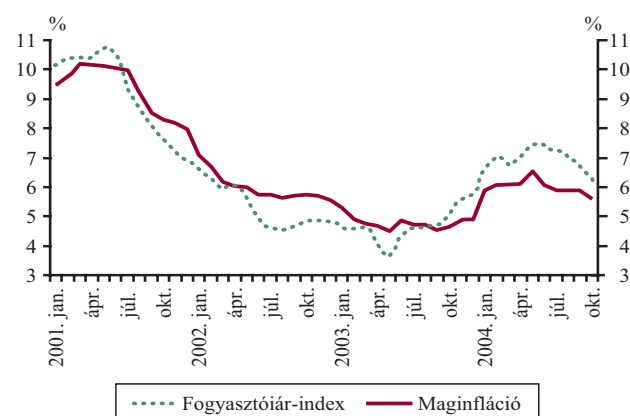
2004 harmadik negyedében a fogyasztóiár-index 7,0, a maginfláció 5,9 százalék volt, ami mindkét index esetében 0,3 százalékpontos csökkenés az előző negyedévhez képest. Emellett az indirekt adókat kiszűrő változatlan adótartalmú árindex (VAI) is 0,2 százalékponttal 4,9 százalékosra mérséklődött. Általánosságban elmondható, hogy az árak növekedési ütemének csökkenése megfigyelhető volt a trendinfláció és a jellemzően volatilis áralakulású termékek esetében is. Az árak éves változását megragadó indexek csökkenésében mind bázhizhatás, mind aktuális folyamatok szerepet játszottak.

Mindezek eredményeként az elmúlt hónapokban érdemi dezinfláció bontakozott ki, a májusi 7,6 százalékos csúcs után októberre 6,3 százalékra csökkent a fogyasztóiár-index.

Az infláció tartós folyamatát többféle mutatószámmal igyekszünk megragadni. Amellett, hogy nyomon követjük a KSH által közölt maginflációt és a változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexet, becslést készítünk a do-

II-25. ábra

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



hány nélküli, illetve az indirekt adóktól szűrt maginfláció alakulására vonatkozóan is. 2004 második és harmadik negyedében lényegében mindegyik trendinflációt közelítő mutató az infláció lassulását mutatja.⁸

II-1. táblázat

Kiemelt inflációs mutatók

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

II-2. táblázat

Az indirektadó-változások hatása az árindexekre

(éves változás, százalék)

	Az indirektadó-változásokot							
	tartalmazza				nem tartalmazza			
	2003. IV.	2004. I.	2004. II.	2004. III.	2003. IV.	2004. I.	2004. II.	2004. III.
Fogyasztóiár-index	5,4	6,8	7,3	7,0	4,9*	5,0	5,1	4,9
Maginfláció	4,8	6,0	6,2	5,9	4,3*	4,9*	4,4*	4,2*

* MNB-becslés.

⁸ Mindazonáltal fel kívánjuk hívni a figyelmet arra, hogy a nettó típusú mutatók sem képesek kiszűrni az indirekt adók emeléséből adódó közvetett hatásokat. Ez utóbbit azt értjük, hogy amennyiben valamely gazdasági szereplő nem hárítja át teljes egészében a fogyasztókra a megnövelt indirekt adót, úgy nettó ára – döntően csak rövid távon – csökkenni fog, ami azonban önmagában nem következett volna be az indirekt adó növelése nélkül. Ebből az következik, hogy az indirekt adók emelése után várható a nettó árak csökkenése, ami azonban nem feltétlenül képezi részét a hosszabb távon is érvényesülő inflációs folyamatnak.

A trendinfláció elmúlt két negyedévben megvalósult csökkenése egymás ellenében ható kereslet, illetve kínálat oldali folyamatok eredményeként jött létre.

Ami a munkapiacot illeti, a versenyszektor egészében az átlagos és a fajlagos munkaköltség növekedése az elmúlt fél évben összességében még magas szinten volt, noha már mutatkoztak a lassulás jelei. Emellett az importált infláció (amit az euróövezet energia nélküli iparcikk-inflációjával közelítünk) érdemben nem változott, sőt forintban kifejezve a külföldi termékek ára csökkent is a forint árfolyamának felértékelődése következtében. Ugyanakkor növekvő költséget jelent az olaj árának május óta tartó emelkedése, ami azonban egyelőre jellemzően a piaci energiahordozók árának emelkedésében jelentkezett. Kínálati oldalon tehát ellentmondásos hatások érték az inflációt: a forint stabil és erős árfolyama nagyban tompította a bérköltségek, illetve világszerte olajárak inflatorikus hatását.

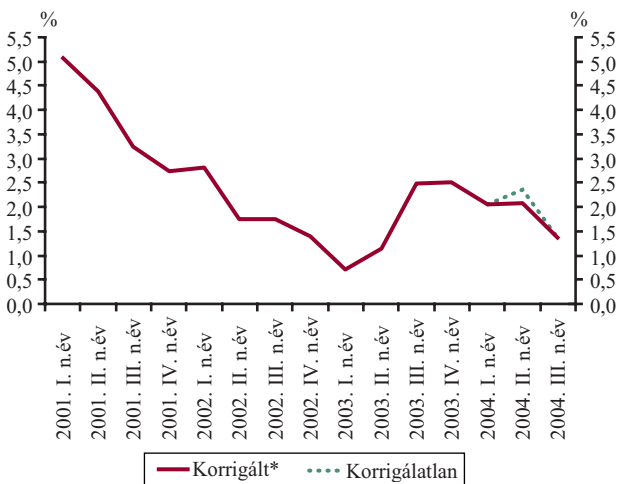
Eközben a kereslet alakulása az elmúlt fél évben már inkább fékezte az inflációt, hiszen – az aggregált kereslet döntő részét kitevő – lakossági fogyasztás növekedési üteme alacsony volt. Mindezek a keresleti és kínálati tényezők különbözőképpen hatottak az egyes gazdasági szektorokra.

Az elmúlt negyedévben az iparcikkek inflációja jelentősen csökkent. Ehhez vélhetően döntően hozzájárult az év eleje óta fokozatosan felértékelődő forintárfolyam, amely egyrészt közvetlenül mérsékelhette az importált külföldi termékek árát, másrészt a mérséklődő árakhoz a külföldi termékekkel versenyző iparcikkeket gyártó hazai termelők is alkalmazkodnak. Az iparcikkek áralakulása végig érzékenyen reagált a forintárfolyam mozgására: a tavalyi leértékelődést gyors inflációgyorsulás követ-

II-26. ábra

Az iparcikkek inflációja

(szezonálisan igazított, évesített negyedéves változás)



* A személygépkocsik regisztrációs adója májusi változásától megtisztított idősor (MNB-becslés).

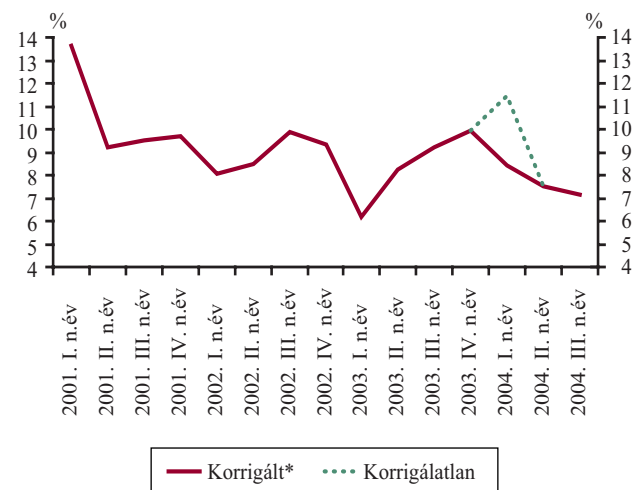
te e termékkörben, az ideji felértékelődés pedig hamar dezinflációt indított be. Ez utóbbi kevésbé egyértelműen látszik az adatokból, mert a második negyedévben ellene hatott egy adóintézkedés, a személygépkocsik után fizetendő regisztrációs adó májusi emelése. Az árfolyam hatása mellett a növekvő – és az EU-csatlakozással tovább élénkülő – piaci verseny is minden bizonnyal hozzájárul az iparcikkek dezinflációjához.

A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt negyedévben lényegében nem változott, ugyanakkor immár tartósan alatta marad az elmúlt év második felében tapasztalt szintnél. Ez némileg meglepő, mivel a múlt év végén, illetve az ideji év elején számos, magasabb infláció felé mutató kínálat oldali sokk (termelői energiaár-emelés, az energia-, illetve ökoadó bevezetése stb.) érte a szektort. Az ezen tényezők által vélhetően indokoltnál alacsonyabb áremelkedésnek több oka is lehet. Egyrészt – ahogy azt a nettó típusú inflációs mutatószámoknál jeleztük – egyes erősen versenyző piacokon a szolgáltatók piaci részesedésük megtartása érdekében az indirektadó-emelést (legalábbis rövid távon) nem hárítják át teljesen a fogyasztókra, azaz csökkenthetik nettó árakat. Másrészt 2002 vége óta lassulás figyelhető meg a lakossági fogyasztásban, ami általánosságban is korlátozhatja a keresletérzékenyebb szolgáltatás szektorban azt a törekvést, hogy költségeik növekedését teljes egészében megjelenítsék árakban.

II-27. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja*

(szezonálisan igazított, évesített negyedéves változás)



* A 2004 eleji áfaemelés elsődleges közvetlen hatásától tisztított adat-sor (MNB-becslés).

Bár a feldolgozott élelmiszerek inflációja az év eleji indirektadó-emelést követően egészen az év közepéig gyorsult, az elmúlt negyedévben trendforduló látszik kibontakozni. Ebben alapvetően két tényező játszik szerepet. Egyrészt az EU-csatlakozás nyomán néhány élelmiszer piacán (elsősorban a tej és a tejtermékek esetében) a korábbi hazai áraknál olcsóbb külföldi termékek jelentek meg, ami a

hazai termelőket is árcsökkenésre készíteti. Másrészt a búza és ennek nyomán a liszt árának nyár eleje óta bekövetkezett esése érdemben csökkentette a különböző lisztesárúkat (kenyér, péksütemények, tészta stb.) árát.

A dohánytermékek esetében jelentős jövedékiadó-emelés következett be az év elején, amit a gyártók két lépésben, az év elején, illetve nyár végén háritottak át a fogyasztókra. Mivel a magasabb árú termékek csak a kereskedelmi készletek kifizetésével jelennek meg a polcon, aggregált szinten az áremelés is csak fokozatosan, hónapról hónapra figyelhető meg. Becslésünk szerint a harmadik negyedév végéig a gyártóiár-emelés mintegy 80 százaléka jelent meg a statisztikában.

Bár az elmúlt negyedévben a trendinfláció mellett az általában volatilis áralakulású termékek is összességében kismértékben csökkentették az inflációt, ezeknél alapvetően egymással ellentétes irányú folyamatokat figyelhettünk meg.

A feldolgozatlan élelmiszerek aggregált szinten növelték az inflációt, amelyben döntő szerepe volt a külföldi árakkal párhuzamosan emelkedő sertéshúsáraknak. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a negyedév végén ez utóbbi termékkörben bekövetkezett dinamikus áremelkedés – összhangban a külföldi folyamatokkal – megtörni látszik.

Bár a harmadik negyedév során a járműüzemanyagok és a piaci energia tizenkét havi árindexe nem emelkedett tovább, a magas olaj- és gázárak továbbra is magasán tartották ezek szintjét. A világpiaci energiaárak emelkedését részben ellentételezte a dollárral szemben felértékelődő euró és az euróval szemben felértékelődő forint-árfolyam, illetve a járműüzemanyagok jövedéki adójának átmeneti csökkentése.

A szabályozott árú termékek inflációja érdemben csökkent az elmúlt negyedévben. Ezt azonban alapvetően nem aktuális intézkedések, hanem bázishatások okozták (azaz a tavalyi év közepén megvalósult gázáremelés, illetve a szeptemberi elektromosenergiaár-emelés idén nem ismétlődött meg).

II. 3. 1. AZ INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA

Az elmúlt negyedévben a fogyasztóiár-index csökkenésével párhuzamosan a gazdasági szereplők által érzékelt infláció, és jellemzően inflációs várakozásuk is csökkent.

Vállalatok

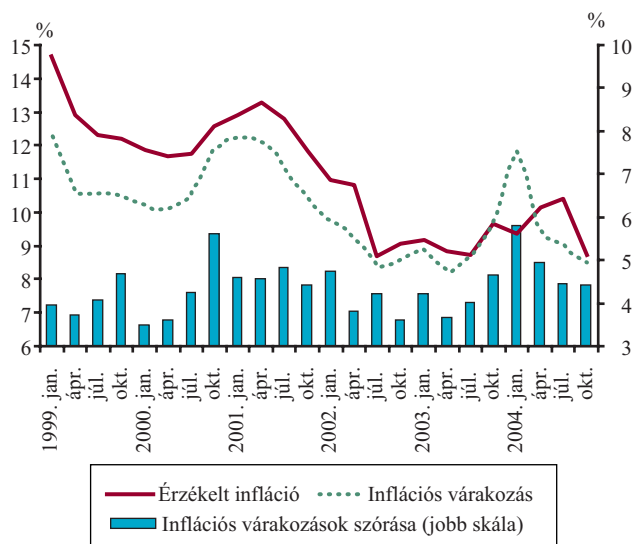
A TÁRKI felmérése szerint a vállalatok által érzékelt infláció – egy évig tartó lényegében töretlen emelkedés után

– 2004 harmadik negyedévében csökkenésbe váltott, ami egybevághat a tényleges inflációs folyamatokkal. Emellett a vállalatok inflációs várakozása is csökkent, ez azonban azáltal magyarázható, hogy az év eleji indirektadó-emelést követő hirtelen emelkedés fokozatosan mérséklődik.

II-28. ábra

A vállalatvezetők inflációs érzékelése, várakozásai és ez utóbbi szórása a TÁRKI felmérése alapján*

(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



* A vállalatvezetők válaszaiból képzett trimmelt átlag, amelynek képzésekor nem vettük figyelembe az alsó kvartilisével az interkvartilis háromszorosánál kisebb, illetve a felső kvartilisével az interkvartilis háromszorosánál nagyobb válaszokat; ezáltal átlagosan az inflációs várakozásokra vonatkozó válaszok 1,2, illetve az érzékelt inflációra vonatkozó válaszok 0,8 százalékát. Szórás: a teljes mintából (azaz az összes válaszból) számított szórás.

Az inflációs várakozások megítélésük nemcsak a várakozások időbeni elmozdulása, hanem azok eloszlása is érdemi információt hordozhat. A TÁRKI vállalati felméréséből kiderül, hogy a múlt év közepétől a várakozások növekedése azok szórásának emelkedésével járt együtt, azaz a várható inflációs folyamatok megítélésének heterogenitása nőtt. Ugyanakkor az elmúlt három negyedévben az inflációs várakozások mellett azok szórása is csökkent, azaz az infláció csökkenésére vonatkozó várakozás a válaszadó vállalatok korábbiaknál egységesebb véleményét tükrözi.

A vállalatok csökkenő inflációra vonatkozó várakozását alátámasztja, hogy nemcsak az általános inflációs folyamatok, hanem saját vállalataik eladási árainak esetében is azok növekedési ütemének mérséklődését várják. Az is igaz ugyanakkor, hogy múltbeli eladási árakra vonatkozóan nem számoltak be azok növekedési ütemének csökkenéséről.⁹

⁹ Mindazonáltal érdemes megjegyezni, hogy a TÁRKI-felmérésben vállalatvezetők érzékelt és várt nominális béremelésére vonatkozó válaszai csak részben erősítik meg az általános deflációs érzékelést, illetve várakozást: míg az érzékelt nominális béremelkedés az előző negyedévhez képest kismértékben csökkent, addig a jövőbeli bérekre a várakozások mérsékelten emelkedtek, I. II-21. ábra.

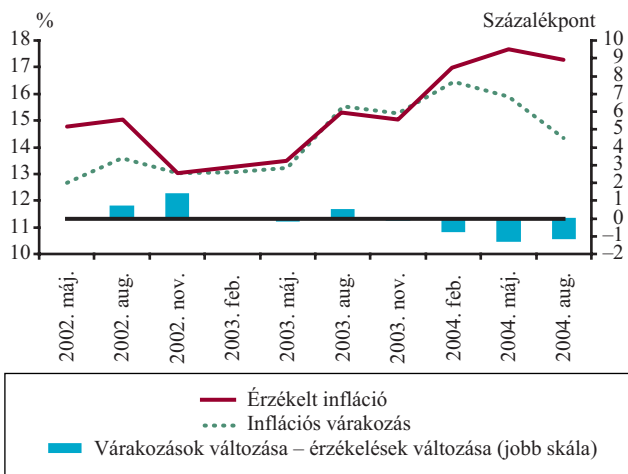
Lakosság

A TÁRKI lakossági várakozásokra vonatkozó felmérése a vállalatihoz hasonló eredményekre vezetett: az elmúlt negyedévben ebben a körben is mind az érzékelt, mind a várt infláció csökkent. Ezt támasztják alá a GKI lakossági bizalmi felmérésének érzékelt és várt inflációra vonatkozó kérdéseire adott válaszok is, bár a GKI-felmérés havi adatainak tanúsága szerint az elmúlt negyedéven belül már nem volt szignifikáns elmozdulás.

II-29. ábra

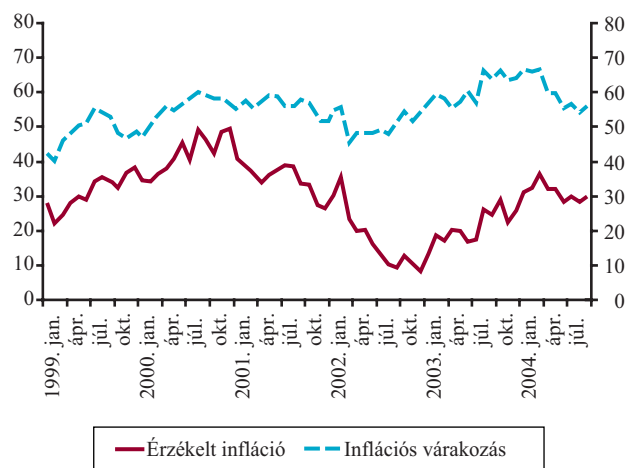
A lakosság által érzékelt, illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint

(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



II-30. ábra

A GKI felmérésében az inflációval kapcsolatos kérdések megoszlásának alakulása



Professionális előrejelzők

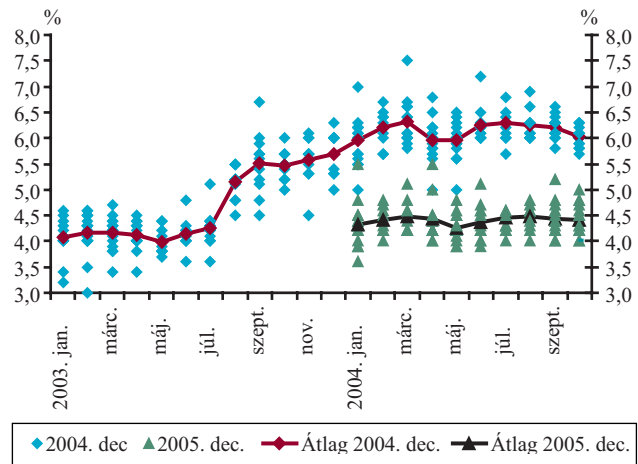
Vélhetőleg részben a piaci várakozásnál alacsonyabb harmadik negyedévi inflációs tényadatok hatására, az októberi Reuters-felmérés szerint rövid távra mind a piaci elemzők, mind a gazdaságkutatók csökkentették inflációs előrejelzésüket, így az előző negyedév végéhez képest 0,3 százalékponttal szeptemberben 6 százalékra csökkent a 2004 decemberére várt infláció. Ugyanakkor középtávon, tehát 2005 decemberére vonatkozóan nem változott szignifikánsan az elemzők inflációs várakozása.

Összefoglalóan megállapítható, hogy mind a lakosság, mind a vállalatok inflációs várakozása mérséklődött az elmúlt negyedévben. Bár – alapvetően az indirektadó-emelés miatt – az év elején növekvő infláció az inflációs várakozásokat is megemelte, az elmúlt negyedév alacsonyabb inflációs adataival párhuzamosan az érzékelt és a várt infláció is csökkent. Ez alátámasztani látszik azt a hipotézist, amely szerint az infláció év eleji átmeneti emelkedése nem emeli meg tartósan az inflációs várakozásokat, amiben vélhetően közvetve szerepet játszott a stabil és korábbinál erősebb forintárfolyam is.

II-31. ábra

Az októberi Reuters-felmérésbeli elemzők inflációs előrejelzései

(előző év azonos időszakához képest)



III. INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK

III. 1. ELŐREJELZÉSÜNK ÁTTEKINTÉSE

Előrejelzési horizontunkon az októberi változatlan monetáris kondíciók fennmaradása és egyéb feltevéseink teljesülése esetén az infláció fokozatos lassulásával számolunk. Összességében 2004 végén némileg 6 százalék alá, míg 2005 végére 4-5 százalék közé várjuk a fogyasztóiár-indexet. Számításaink szerint, az adott feltevések bekövetkezése esetén, 2006-ban további dezinfláció várható, a fogyasztóiár-index az év végén várhatóan 4 százalék körül alakul.¹⁰

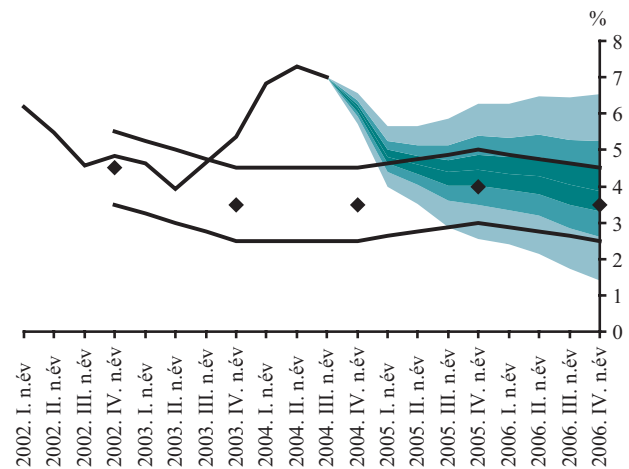
Jövőre a dezinfláció makrogazdasági tényezőit – feltételezett erős árfolyam, lassuló bérnövekedés, alacsony fogyasztási dinamika – várhatóan ellensúlyozzák egyes, kibontakozóban lévő inflatorikus hatások, mint a magas idei olajár miatt megemelkedő energia-költségek. Tartósabb dezinflációt 2006-ra várunk, amikor a viszonylag erős forintárfolyam-feltevés, és – részben ezzel összefüggésben – a fajlagos bérköltségek növekedésének további lassulása, illetve a feltételezett csökkenő olajárpálya dezinflációs hatásai már egyaránt érvényesülnek.

Az inflációs előrejelzés bizonytalansága szempontjából 2005-ben az olajárak, a külső kereslet és a fiskális politika alakulását látjuk a legfontosabb kockázati forrásnak. A bizonytalanság nagyságrendjét érzékeltetve kitűnik, hogy az infláció 2005-ben mintegy 30 százalékos valószínűséggel kerülhet a meghirdetett célsáv felső szélé fölé. Összevetve a korábbi jelentésünkkel megállapítható, hogy augusztushoz képest az inflációs kockázatok enyhén mérséklődtek.

III-1. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

(az előző év azonos időszakához képest)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg.¹¹ A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékos valószínűséget fed le. Az év végi pontok a meghirdetett inflációs célok értékét, a két vonal a célokhoz rendelt ± 1 százalékos toleranciasávot mutatja.

2006-ra fokozódik az előrejelzést övező bizonytalanság mértéke. A $3,5 \pm 1$ százalékos inflációs célsávot meghaladó fogyasztóiár-index valószínűsége jelentősnek tekinthető (a túllépés valószínűsége közel 40 százalék). Ennek hátterében a fiskális politikával, a lakossági fogyasztással, illetve az olajárak inflációs hatásával kapcsolatos inflatorikus kockázatok állnak.

¹⁰ Előrejelzésünk itt nem részletezett technikai jellemzőiről, így a feltevésekről és az augusztusi jelentéshez képest látható elmozdulásról részletesebben lásd a IV. 1. fejezetet.

¹¹ Novemberi jelentésünkötől kezdve a legyezőábra már csak az inflációs célkövetés bevezetése, vagyis a publikus előrejelzések kezdete óta bekövetkezett előrejelzési hibákat tartalmazza. Mivel a 2001 óta elkövetett hibák kisebbek lettek, mint a 2001-et megelőző időszak előrejelzési hibái, így a legyezőábra terjedelme szűkülte. A legyezőábra készítésének módszertanáról általánosan lásd a májusi jelentés VI. 7. fejezetét.

III. 2. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS FOLYAMAT ÉS MEGHATÁROZÓI AZ ALAPPÁLYÁBAN

Novemberi előrejelzésünk a korábbi gyakorlatunknak megfelelően feltételes. Előrejelzési szabályaink szerint a jelentés első verziójában az októberi átlagos forint-euró és euró-dollár árfolyam, valamint átlagos rövid kamatszint fennmaradását feltételezzük a teljes előrejelzési horizonton. Az olajárak esetében a határidős árak alapján a november eleji magas szintről 2006 végéig folyamatos csökkenést tételezünk fel.

III-1. táblázat

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink

	2004	2005	2006
Forint/euró árfolyam (forint)*	252,0	246,8	246,8
Dollár/euró árfolyam (cent)*	123,2	125,0	125,0
Brent olajár (dollár/hordó)**	38,7	43,9	40,6

* Éves átlag a 2004. január-októberi tények és a hátralévő időszakra a feltételezett október havi átlag alapján.

** A november eleji határidős olajárak alapján számított pálya (IPE-tőzsde).

A fiskális politika tekintetében 2004–2005-ben a tény költségvetési folyamatok és a 2005-ös törvényjavaslat ismeretében saját előrejelzést adunk. 2006 vonatkozásában ugyanakkor azzal a felvetéssel élünk, hogy a kormányzat a konvergenciaprogram elfogadása óta bejelentett GDP arányában 0,6 százalékos hiánycsökkentéssel él az előző évhez képest.¹²

III. 2. 1. A KONJUNKTÚRA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Exportpiacaink esetében az elmúlt időszak bővülésének folytatódásával számolunk. A növekedés szempontjából ugyanakkor kockázatot jelent az olajárak jelenlegi magas szintje, ill. az a tény, hogy az euró régióban még mindig a külkereskedelem a növekedés fő hajtóereje, míg a belföldi piac bővülése igen mérsékelt.

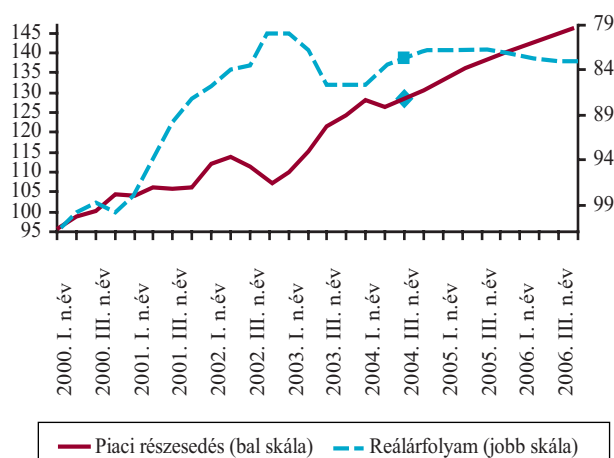
A külső konjunktúra bővülése az exportszektor számára kedvező értékesítési lehetőséget teremt, ami stabil várható reálárfolyam mellett a korábbi évek trendjének megfelelő piaci részesedés-bővülést és 10 százalék feletti exportbővülést jelenthet az elkövetkező években.

Az exportértékesítés dinamikus bővüléséhez várhatóan a termelőszféra kapacitásainak növelésére is szükség

III-2. ábra

A piaci részesedés és a reálárfolyam alakulása

2000=100*

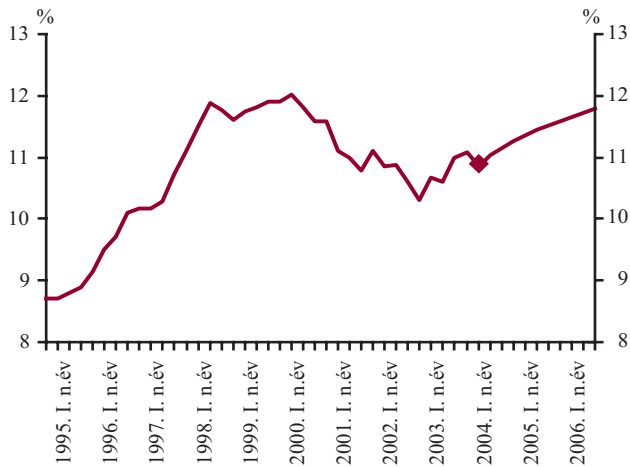


* Piaci részesedés = áruelexport/súlyozott importkereslet, reálárfolyam: feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam (fordított skála, emelkedés jelent felértékelődést).

lesz, kiugró mértékű kapacitásbővülésre ugyanakkor nem számítunk. Az utóbbi időszakhoz képest emelkedő beruházási hányadot (beruházás/tőkeállomány arányt) prognosztizálunk, nem számítunk ugyanakkor arra, hogy '90-es évek végére jellemző dinamikus beruházási viselkedés megismétlődik.

A munkapiacra egyes adatok a korábbi feszesség enyhülésére utalnak (mérséklődik a munkakereslet, lassulni látszik a bérinfláció). Előrejelzési horizontunkon is a versenyszféra bérinflációjának lassulásával és mérsékelt foglalkoztatási bővüléssel számolunk. Munkaerő-keresleti oldalról a foglalkoztatás korábbiaknál mérsékeltőbb bővülését a belföldi konjunktúra, azon belül elsősorban a lakossági fogyasztás elmúlt éveknél alacsonyabb bővülése okozza. Mivel prognózisunkban a fiskális konszolidáció miatt az állami foglalkoztatottság a versenyszféra bővülésével közel azonos mértékben mérséklődik, a nemzetgazdasági foglalkoztatottság stagnálásával számolunk. Mivel munkakinálatti oldalról az aktivitás lassú bővülését prognosztizáljuk, így a munkanélküliek számának némi emelkedését valószínűsítjük.

¹² Az államháztartásra vonatkozó előrejelzésünkről I. a IV. 2. fejezetet.

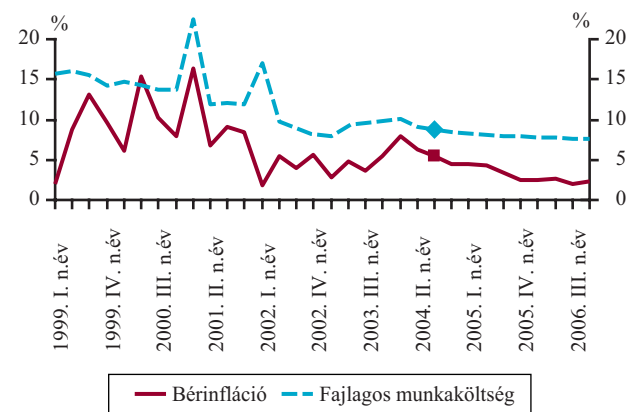
III-3. ábra**A vállalati beruházási ráta***

* Vállalati beruházás/vállalati tőkeállomány, változatlan áron, saját becslés.

Előrejelzésünkben a bérinfláció, és – a termelékenység stabil bővülése mellett – a fajlagos bérköltség-növekedés lassulására számítunk. Így a versenyszférában idén 9-10 százalék közötti, 2005-ben és 2006-ban 7-8 százalékos körüli bérinflációt prognosztizálunk.

III-4. ábra**Bérinfláció és fajlagos bérköltség alakulása a versenyszférában**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)

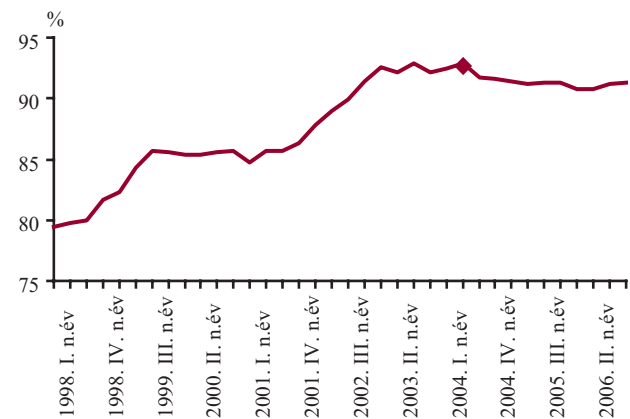


Az állami bérek esetében a versenyszféra alatti átlagbér-emelkedést tételezzük fel, így a nemzetgazdaság szintjén is fokozatosan mérséklődő, és a versenyszféráénál alacsonyabb, 7-8 százalékos körüli béremelkedéssel számolunk az elkövetkező időszakban. A nemzetgazdasági termelékenység bővülését és a reálbérek emelkedését összevetve megállapítható, hogy előrejelzésünkben a nemzetgazdasági bérhányad (bértömeg/kibocsátás ráta) fokozatos mérséklődésével számolunk.

A reálbérek – elmúlt évekhez viszonyított – mérsékelt bővülése azt jelenti, hogy a lakosság reáljövedelme az

elkövetkező évek átlagában a gazdasági növekedés üteme alatt alakul. Számításaink szerint azonban a béren kívüli jövedelemelemeket is tartalmazó, teljes körű becsült reáljövedelem idén várhatóan még – átmenetileg – jóval a reálbér-emelkedés felett növekszik.¹³

A lakosság fogyasztási hajlandósága (a jövedelemből fogyasztásra fordított hányad) a jövedelmek idej erős dinamikája mellett magas, 90 százalék fölötti szinten stabilizálódik; a ráta csökkentésére inkább 2005–2006 folyamán számítunk. Értékelésünk szerint az elmúlt időszakban bekövetkezett emelkedés mértékében kiugró, de részben tartós változásnak tekinthető.

III-5. ábra**A fogyasztási hajlandóság alakulása (%)**

* Lakossági fogyasztási kiadás/rendelkezésre álló jövedelem, mind reálértéken. 2002-ig KSH-adatok, utána saját becslés.

Prognózisunk szerint az államháztartás 2004-ben még szűkítően, 2005-ben azonban már élénkítőleg hat a konjunktúrára, illetve emeli a külső egyensúly hiányát. 2006-ban ugyanakkor a konvergenciaprogram alapján ismét negatív keresleti hatást tételezzük fel.

Az alappálya mentén a gazdasági növekedést az idei évre 4 százalék körülire becsüljük. A növekedés tavalyi 3 százalék utáni gyorsulását alapvetően az élénk beruházási tevékenység magyarázza. A következő években a vállalati beruházások további, bár az ideinél némileg lassabb bővülésére számítunk, aminek eredményeképp folyamatosan emelkedik a tőkeállomány-arányos vállalati beruházási ráta. A lakossági beruházások lassulása azonban az idei év vége felé már elkezdődik. Mindezen hatások eredményeként a tavalyi három százalék feletti állóeszközfelhalmozás-növekedés után idén közel tízszázalékos bővülésre számítunk.

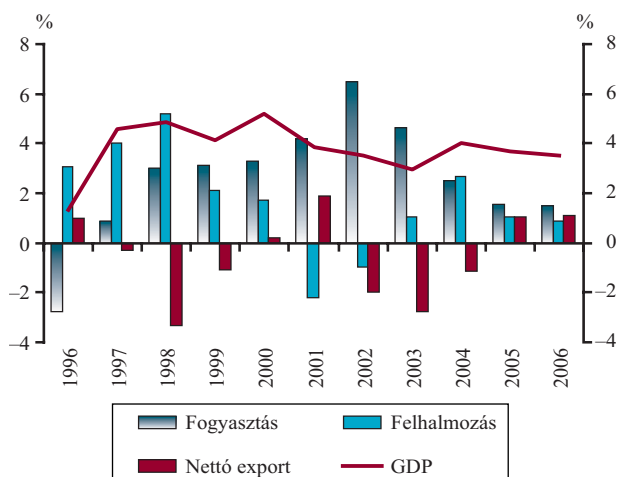
A magasabb beruházási dinamika a nemzetgazdaság importigényét is jelentősen megemeli, aminek következtében a dinamikus exportbővülés ellenére a nettó export idén negatívan járul hozzá a növekedéshez.

¹³ Fontos ugyanakkor megjegyeznünk, hogy a lakosság jövedelemmértékére KSH-tényadatok csak 2002-ig állnak rendelkezésünkre, 2003-ra, ill. 2004 első felévére a folyamatokat részinformációk alapján becsüljük. A lakosság viselkedéséről részletesebb elemzést l. a IV. 5. fejezetben.

A következő években arra számítunk, hogy a gazdasági növekedés fokozatosan lassul, közelítve a potenciális növekedés várható – 3-4 százalék közöttire becsülhető – ütemét. A lassulásban alapvető szerepet játszik a beruházási dinamika stabilizálódása és a lakossági fogyasztás lassulása. A belföldi felhasználás lassulásával ugyanakkor a gazdaság importigénye mérséklődik, lehetővé téve a külkereskedelem pozitív hozzájárulását a növekedéshez.

III-6. ábra

A gazdasági növekedés és annak tényezői*



* Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP éves növekedéséhez, százalékpontban.

Elemzéseinkben a potenciális gazdasági növekedés ütemét a következő évekre 3-4 százalék közé becsüljük.¹⁴ Az alapszcenárióban feltételezett ütem mellett a kibocsátási rés (azaz a tényleges és a potenciális kibocsátás közti eltérés) pozitívvá válását prognosztizáljuk a jelenlegi, zérus közeli szinthez képest. Ez önmagában, közvetett módon inflatorikus hatású lehet. Meg kell jegyeznünk ugyanakkor, hogy a potenciális növekedés pontos számszerű ütemére vonatkozó becslésünk hibahatára viszonylag magas, így a kibocsátási rés tágulásának mértéke is jelentős bizonytalansággal terhelt.

III. 2. 2. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS PÁLYA RÉSZLETEI AZ ALAPPÁLYÁBAN

Alapfeltevéseink együttes érvényessége esetén, alapelőrejelzésünkben a fogyasztóiár-index 2004 végére 5,9 százalékra, majd 2005, ill. 2006 végére 4,4 és 3,9 százalékra csökken. A 2004 végi inflációcsökkenést jellemzően átmeneti folyamatok, a szabályozott és a feldolgozatlan élelmiszer termékkörökben a tavalyi év végi jelentős áremelkedések bázisba való bekerülésének technikai hatása vezérli.¹⁵

Várakozásaink szerint 2005 első negyedévében a fogyasztóiár-index és a maginfláció is jelentős mértékben lassul, mivel az *indirektadó-emelések* közvetlen hatása kikerül az éves indexből. 2005 második negyedévé-

III-2. táblázat

Konjunktúraprognózisunk lényegi elemei az alappályában

	2003	2004	2005	2006
Növekedés				
Lakossági fogyasztás	7,6	3,3	1,8	1,9
Állóeszköz-felhalmozás	3,4	9,2	4,2	3,6
Belföldi felhasználás	5,5	4,8	2,5	2,3
Export	7,6	14,5	11,3	11,0
Import	10,4	14,8	9,3	9,2
GDP	3,0	4,0	3,7	3,5
Államháztartás				
Keresleti hatás*	-0,5	-0,7	+0,3	-0,7****
Lakosság				
Lakossági reáljövedelem**	4,3	3,9	3,2	2,3
Munkapiac				
Bérinfláció (nemzetgazdaság)	10,9	8,3	7,9	7,3
Létszám (nemzetgazdaság)	1,2	-0,4	-0,1	0,5
Fajlagos munkaköltség (versenyszféra)***	4,4	5,9	4,4	2,7

* Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása, korrigálva a magán-nyugdijpénztári befizetések változásával.

** Korábbi jelentéseinkben a lakossági jövedelmet a nettó keresettömeg és a pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítettünk. Mostantól kezdve a teljes rendelkezésre álló jövedelmet prognosztizáljuk.

*** A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

**** A konvergenciaprogram alapján feltételezett fiskális pálya.

¹⁴ Lásd augusztusi jelentésünk III. 2. fejezetét.

¹⁵ Előrejelzésünk lezárásakor publikálta a KSH a 2004. októberi fogyasztóiár-index adatot (6,3 százalék), ami konzisztens rövid távú előrejelzésünkkel és így megerősíti az elemzésben felvázolt inflációs pályát.

III-3. táblázat

A fogyasztóiár-index és tényezői az alappályában

(előző év azonos időszakához képest, százalék)

	2004			2005					2006				
	tény	előrejelzés											
		III.	IV.	dec.	I.	II.	III.	IV.	dec.	I.	II.	III.	IV.
Fogyasztóiár-index	7,0	6,1	5,9	4,8	4,6	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,0	3,9	3,9
Maginfláció*	5,9	5,5	5,4	4,7	4,2	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	4,2	4,2
Feldolgozatlan élelmiszerek	11,9	2,4	1,2	-0,3	-1,6	-4,3	0,2	1,1	2,1	3,3	3,6	3,0	2,9
Járműüzemanyag és piaci energia	7,6	11,2	10,5	10,6	9,1	6,3	3,0	1,3	1,0	0,0	0,1	0,5	0,8
Szabályozott árak	8,3	7,5	7,5	4,9	6,2	7,3	7,2	7,1	5,4	5,1	4,0	4,0	4,0

*Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.¹⁶

től az infláció mérséklődését elsősorban a maginfláción kívüli termékek ármérséklődése hajtja. Az olajárak alapfeltevéssük szerinti mérséklődése közvetlenül a járműüzemanyag tétel indexét mérsékli. A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása is várhatóan mérsékli az inflációt. Az átlagos infláció feletti árnövekedést tételezünk fel ugyanakkor a szabályozott áraknál.

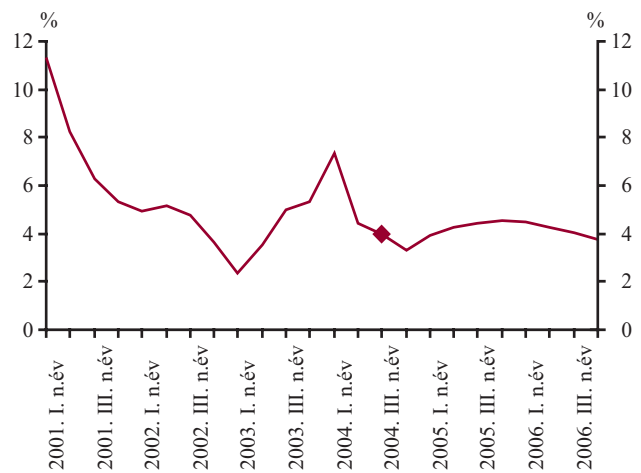
A maginfláció esetében az idejű indirektadó-emelések árnemelő hatásának elmúlásával 2005 folyamán stagnálással, enyhe gyorsulással számolunk, míg 2006-ban újra deflációt prognosztizálunk. Az előbbi lefutás több tényező együttes hatásaként adódik. Az elmúlt időszakban bekövetkezett magas olajárszint értékelésünk szerint az elkövetkező időszakban költségoldalról fokozatosan gyűrűződik be a vállalatok termelési költségeibe. Az ehhez kapcsolódó feltételezett energiaár-emelések pedig további költségoldali inflációs nyomást jelentenek. A deflációt támogatja ugyanakkor hosszabb távon a fajlagos bércöltségek prognosztizált mérséklődése, a lakossági fogyasztás lassulása és a feltételezett erős forintárfolyam. Hosszú távon közvetetten a maginfláció mérséklődését támogatja az olajár-feltevéssük is, hiszen az olajár teljes előrejelzési horizontunkon bekövetkező feltételezett csökkenése hosszabb távon az energiaköltségeket is mérsékli.

Értékelésünk szerint, míg 2005-ben a trendinfláció esetében az inflatorikus hatások enyhén erősebbek, addig 2006 második felétől a deflációs tényezők juthatnak túlsúlyba. Az előbbieken elmondottakat jól mutatja, hogy a trendinflációs mutató 2006 elejéig átmenetileg gyorsul, majd határozott lassulásnak indul.

Az előbbieken elmondottakat illusztrálja a változatlan adótartalmú inflációs mutató is. Míg 2005-ben a válto-

III-7. ábra

Az infláció trendjének várható alakulása*



* Becslés a KSH-maginfláció alapján, az alkohol és dohány termékcsoportok kiszűrésével, évesített negyedéves növekedési ütemek.

zatlan adótartalmú árindex (VAI) mutatóban enyhe gyorsulásra számítunk, addig 2006-ban már markáns lassulást prognosztizálunk.

III-4. táblázat

A fogyasztóiár-index és az ún. változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index alakulása az alap-előrejelzésben*

	2004. IV. n.év	2005. IV. n.év	2006. IV. n.év
Fogyasztóiár-index	6,1	4,4	3,9
Változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index	4,1	4,4	3,7

* Változás az előző év azonos időszakához képest (%).

¹⁶ A technikai eltérés oka az, hogy a KSH által számított maginfláció nem reprodukálható pontosan a publikus csoportos fogyasztóiár-index adatokból, mivel a KSH részletes adatai alapján több csoportot megbont maginflációs és azon kívüli altételekre (például gyógyszerek). Ezért előrejelzésünkben egy közelítést alkalmazunk, amely azonban tendenciájában hosszú távon nem okoz eltérést a KSH által publikált maginflációs értékektől. Konkrétan, az MNB által előrejelzett maginfláció a fogyasztói kosár 67,6, míg a KSH által publikált annak 65,8 százalékát fedi le. Mindez nem érinti az MNB teljes fogyasztóiár-indexre adott előrejelzését, csak az MNB által alkalmazott elemzési kategóriák közti átcsoportosítást jelent (például a regisztrált és a maginflációs kör között).

IV. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK

IV. 1. HÁTTÉR-INFORMÁCIÓK ELŐREJELZÉSEINKHEZ¹⁷

IV. 1. 1. ELŐREJELZÉSÜNK VÁLTOZÁSA AZ AUGUSZTUSIHOZ KÉPEST

IV-1. táblázat

Alap-előrejelzésünk változása az augusztusihoz képest

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

	2003	2004		2005		2006
	Tény	Előrejelzés				
		Augusztusi	Aktuális	Augusztusi	Aktuális	Aktuális
Fogyasztóiár-index						
December	5,7	6,1	5,9	4,4	4,4	3,9
Éves átlag	4,7	6,9	6,8	4,5	4,5	4,2
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet (GDP-alapon)	0,5	1,9	1,9	2,2	2,1	2,2
Lakossági fogyasztás	7,6	2,2	3,3	2,5	1,8	1,9
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	8,1	2,9	3,6	3,0	2,3	2,1
Állóeszköz-felhalmozás	3,4	11,4	9,2	3,9	4,2	3,6
<i>Belföldi felhasználás</i>	5,4	4,4	4,8	2,8	2,5	2,3
Export	7,6	12,2	14,5	9,5	11,3	11,0
Import	10,4	12,3	14,8	8,2	9,3	9,2
GDP	3,0	3,8	4,0	3,6	3,7	3,5
Folyó fizetési mérleg hiánya						
A GDP százalékában	9,0	8,8	9,0	8,0	8,6	7,9
Milliárd euróban	6,6	7,2	7,3	7,0	7,7	7,5
Államháztartás						
ESA-hiány	6,2	5,4	5,6	4,9 ⁶	5,5	4,9⁶
Keresleti hatás ¹	(-0,5)	(-1,7)	(-0,7)	(-0,3) ⁶	(+0,3)	(-0,7)⁶
Munkapiac						
Nemzetgazdaság bérinfláció ²	10,9	9,5	8,3	8,5	7,9	7,3
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság	1,2	0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,5
Versenyszféra bérinfláció ³	8,7	10,2	9,4	9,2	8,3	7,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	4,4	5,9	5,9	4,8	4,4	2,7
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁴	0,7	1,1	0,0	0,4	0,8	0,8
Lakossági reáljövedelem ⁵	4,3	4,1	3,9	5,4	3,2	2,3

¹ Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása a magán-nyugdíjpénztári befizetésekkel korrigálva; negatív érték jelent szűkítést.² Államnál a 2005 januárjában esedékes, 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük.³ Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.⁴ A KSH munkaerő-felmérése szerint.⁵ A korábbi jelentéseinkben a lakossági reáljövedelmet a nettó keresettömeg és a pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítettük. Az aktuális jelentéstől kezdve a rendelkezésre álló lakossági jövedelemre fókuszálunk.⁶ Feltételezés a konvergenciaprogram alapján.

A fogyasztóiár-változásra adott prognózisunkat az idei év végére – döntően a vártnál kedvezőbben alakuló tényadatok hatására – kismértékben lefelé korrigáltuk, míg 2005 decemberére – az ellentétes irányú hatások

eredőjeként – nem módosítottuk. A gazdaság egyensúlyi állapotáról alkotott képünk ugyanakkor romlott mind a költségvetési, mind a folyófizetésimérleg-hiány tekintetében.

¹⁷ Előrejelzésünk (ha másképp nem jelezzük) a november 16-ig beérkezett információk, adatok alapján készült.

Alapfeltevéseink változása

Az elmúlt három hónap alacsony árfolyam-volatilitásának következtében az előrejelzéseinkben felhasznált devizaárfolyamok (Ft/EUR, EUR/USD) elmozdulásai aktuális prognózisunk augusztustól vett eltéréseiben nem játszottak közvetlen szerepet.

Számottevő volt ugyanakkor a – határidős árak alapján – feltételezett olajárpálya elmozdulása. Jelezzük, hogy nem az október havi átlagos határidős olajárakat vettük alapul, mivel a novemberi áralakulás alapján úgy láttuk, hogy az októberben nagyon emelkedő határidős árak jelentős részben átmeneti hatásokat tükröztek. Ezért az előrejelzésünk lezárását megelőző 10 kereskedési nap határidős árainak átlagát vettük. Ez alapján jövőre 44, 2006-ban 40 dollár körül feltételezzük az olajárát éves átlagban, egy gyakorlatilag folyamatosan csökkenő pálya mentén.

Az olajáraknál egy technikai hatásra is felhívjuk a figyelmet: mint ahogy az a legtöbb határidős piaccal rendelkező termék esetében is jellemző, az azonnali árak változásának hatására bekövetkező határidős árváltozások lényegesen erőteljesebbek rövid időhorizonton, mint hosszú távon. Jelen esetben ez a hatás hosszabb távon az éves indexek esetében – a várt szint emelkedésének ellenére is – technikailag akár negatív (inflációt mérséklő) elsődleges hatást is eredményezhet.

A 2005. évi költségvetésről az Országgyűléshez beterjesztett törvényjavaslat szerint az alkohol- és dohánytermékek jövedéki adójának jövő évi emelése elmarad. Tekintve, hogy korábbi előrejelzéseinkben az adóharmonizációs lépések keretében számítottunk fokozatos jövedékiadó-emelésekre, aktuális prognózisunkat önmagában ez a javaslat az alacsonyabb infláció irányába mozdította el. Ezzel ellentétes irányú hatást fejtett ki inflációs prognózisunkra a jelentősen megemelkedett olajáraknak a szabályozott árakra (energia, tömegközlekedés) gyakorolt lehetséges hatásainak részleges figyelembevételével.

IV-2. táblázat

Főbb feltevéseink változása az augusztusi jelentéshez képest

	2004. augusztusi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben			Változás (%)	
	2004	2005	2004	2005	2006	2004	2005
Forint/euró árfolyam (forint)* (Feltevésünk**)	253,0 (249,8)	249,8 (249,8)	252,0 (246,8)	246,8 (246,8)	246,8 (246,8)	-0,4 -1,2	-1,2 -1,2
Dollár/euró árfolyam (cent)* (Feltevésünk**)	122,7 (122,7)	122,7 (122,7)	123,2 (125,0)	125,0 (125,0)	125,0 (125,0)	0,3 1,8	1,8 1,8
Brent olajár (dollár/hordó) Memo: Brent olajár (forint/hordó)	36,1 7429	36,2 7364	38,7 7890	43,9 8676	40,6 8014	7,2 6,2	21,3 17,8

* Éves átlag, 2004 harmadik negyedévéig tény, utána a feltételezett értékekkel számítva.

** Októberi átlag.

*** Az előrejelzésünk lezártaig ismert novemberi határidős árak átlaga.

Reálgazdasági előrejelzésünk változása

A bruttó hazai termék második negyedéves növekedési üteme megfelelt a legutóbbi jelentésben alkalmazott előrejelzéseinknek. Ugyanakkor a növekedés szerkezete már tartalmazta számos, általunk korábban csak a kockázatok között figyelembe vett hatás realizálódását is. Míg a lakosság fogyasztási kereslete a vártnál nagyobb mértékben növekedett, addig a vállalatok – első negyedévben megugró – felhalmozási kiadásaiban bekövetkező korrekció meghaladta számításainkat.

A vártnál kismértékben kedvezőbb bérinflációs adatok következtében változtattunk a vállalati szektor rövid távú bérezési magatartásával kapcsolatos megítélésünkön. Ugyanakkor a rövid távú folyamatok megítélésében alkalmazott – szezonális igazitás változása miatti – revízió kivül a szűkös munkapiaci erőforrásokkal kapcsolatos feltételezésünkön való enyhítés is a hosszú távon alacsonyabb bérnövekedési prognózisunkat indokolja.

Mindent egybevetve, az említett tényezők hatására (magasabb lakosságifogyasztás-bővülés, ugyanakkor alacsonyabb vállalati beruházási dinamika) a GDP idei növekedésére adott előrejelzésünket kismértékben felfelé módosítjuk. A 2005-ös évre adott GDP-prognózisunkat a várhatóan erőteljesebben javuló nettó export hatására emeltük kismértékben.

Inflációs előrejelzésünk változása

Az augusztusi jelentéshez képest az alap-előrejelzést 2004 decemberére 0,2 százalékponttal lefelé módosítottuk, míg 2005 végére változatlanul hagytuk. Rövid távú előrejelzésünk mérséklését a vártnál kismértékben kedvezőbb harmadik negyedévi tényadat indokolja, míg hosszabb távú előrejelzésünk változatlansága döntően egymást kompenzáló hatások eredménye.

A maginfláció harmadik negyedévi alakulása kismértékben elmaradt – különösen a szeptemberi adat követ-

keztében – az általunk korábban várt mértéktől. Az eltérés a teljes maginflációs körre jellemző – jelenlegi érzékelésünk szerint – az idei év közepe óta zajló, vártnál erőteljesebb dezinflációs folyamatok eredménye. E tényező mellett a teljes fogyasztóiár-index kedvező szeptemberi alakulására a vártnál alacsonyabb feldolgozatlanélelmiszer-árak is lényegi hatással voltak. Bár rövid távon már számíthatunk a magas világszintű olajárak elsődleges, közvetlen hatásainak a megjelenésére, ám megítélésünk szerint az idei év végéig az alacsony tényezők okozta mérséklődést ezen – az inflációt direkt módon növelő – hatások sem képesek kompenzálni.

A 2005-ös évre adott előrejelzésünket lényegileg befolyásolja az alapfeltevéseink szerint várhatóan magasabb világszintű olajár. Az olajárak emelkedésének mind a szabályozott árakban, mind a maginflációban is jelentkező közvetett hatásai éves szinten a legutóbbi jelentésbelinél mintegy 0,5 százalékkal magasabb fogyasztóiár-emelkedés előrejelzését eredményezte volna. Ugyanakkor a 2005-ös költségvetési törvényjavaslat tervezete szerint a jövedéki adó hatálya alá tartozó alkohol- és dohánytermékek jövedékiadó-emelésének jövő évi elhalasztása, valamint az alacsonyabb fajlagos bérköltségek és alacsonyabb fogyasztás hatására mérséklődő inflációs nyomás ezen áremelő tényező hatását szinte teljes mértékben kompenzálja. Hosszabb időhorizonton szintén az infláció mérséklésének irányába hatott az augusztushoz képest kissé erősebb forint/euró árfolyam feltevéseink.

IV. 1. 2. EGY ALTERNATÍV KAMAT- ÉS ÁRFOLYAMPÁLYA HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

Az augusztusi jelentésben első alkalommal bemutatottakhoz hasonlóan, ezúttal is számszerűsítettük egy lehetséges – technikai jellegű alapfeltevéseinktől eltérő – kamat- és árfolyampályák hatásait inflációs előrejelzésünkre.

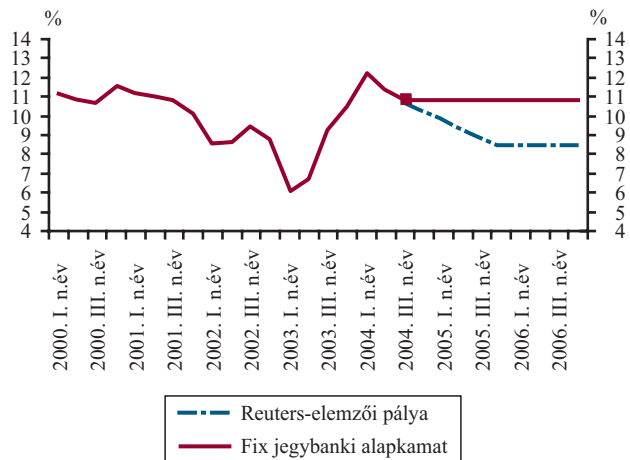
Az alternatív kamat- és árfolyampályáinkat továbbra is a Reuters által októberben megkérdezett makroelemzők válaszainak számtani átlagából számítottuk (mivel a 2006-os évre még nem vonatkozik a felmérés, így ezen időszakra a 2005 végére jellemző értékeket fogadtuk el).

A konszenzusos elemzői vélemény 2005-re az árfolyam tekintetében átlagosan több mint 2 százalékkal gyengébb pályát rajzol ki az alkalmazott alapfeltevéseinknél, míg az elemzők által várt kamatpályák 2005 végére közel 2,5 százalékponttal alacsonyabbak a jelenleginél.

A két – jellemzően magasabb infláció irányába mutató – tényező együttes hatása 2005-ös éves átlagos inflációs előrejelzésünket – alap-előrejelzésünkhöz képest – mintegy 0,2 százalékponttal emelné.

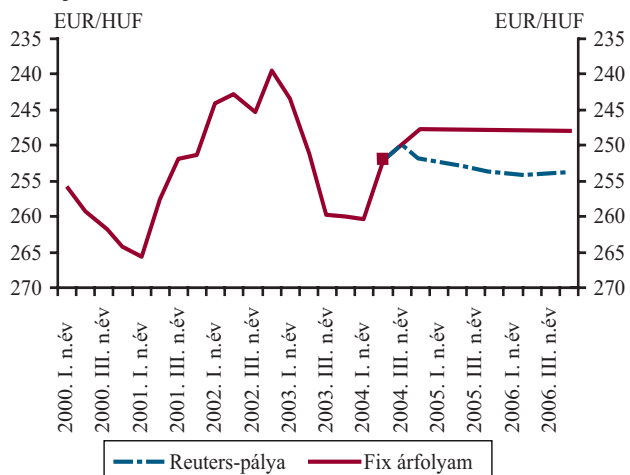
IV-1. ábra

Kamatpályák a Reuters-felmérés és a rögzített kamat feltevése mellett



IV-2. ábra

Árfolyampályák a Reuters-felmérés és a rögzített árfolyam feltételezése szerint*



* Fordított skála.

IV. 1. 3. ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEVETVE MÁS INTÉZETEK PROGNÓZISAIVAL¹⁸

Aktuális prognózisunkat más előrejelzésekkel összevetve megállapíthatjuk, hogy míg a gazdaság konjunktúrájának állapotáról, illetve jellemző inflációs folyamatairól készített előrejelzésünk elég hasonló a többi elemző és kutató véleményéhez, addig az egyensúlyi folyamatokat illetően még jelenleg is érzékelünk a piaci várakozásoknál nagyobb egyensúlyhiány irányába mutató hatásokat.

A fogyasztóiár-index 2004. decemberi előrejelzését a piaci konszenzussal párhuzamosan mérsékeljük, s előrejelzésünk a piaci előrejelzések átlagánál helyezkedik

¹⁸ Továbbra is felhívjuk a figyelmet, hogy az MNB-előrejelzések más intézetek prognózaival nem teljes mértékben vehetőek össze. Az MNB által készített előrejelzések feltételesek, míg a többi intézet általában feltétel nélküli prognózt készít. Az MNB és egyéb intézetek közötti eltérést nem kizárólag a jelenlegi és várható folyamatok megítélése közötti eltérés okozhatja, hanem jelentős hatással lehet rá az alapfeltevéseink eltérése az egyéb intézetek, számunkra exogén változókra vonatkozó előrejelzéseitől.

el. Hosszabb távú prognózisunk már augusztusban is a piaci előrejelzések centrumában helyezkedett el. Mivel a 2005. év végi előrejelzésünkön nem változtattunk, és a piaci konszenzus sem nagyon változott, így aktuális prognózisunk most is a konszenzusnál van.

Exportpiacaink méretének alakulását a külső előrejelzők többnyire derűlátóbban ítélik meg az MNB-nél. Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülését azonban 2004 és 2005 vonatkozásában lényegében mind az MNB, mind a nemzetközi kutatóintézetek azonosnak ítélik meg.

A bruttó hazai termék idei növekedését a piaci konszenzusnál kismértékben magasabbnak ítéljük, ugyanakkor a jövő évi növekedésre adott prognózisunk a felmért elemzések között az alacsonyabbak közé sorolható.

A folyó fizetési mérleg hiányára adott előrejelzésünk továbbra is mindkét évre magasabb, mint a piaci konszenzus, ám fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy: egyrészt a piaci elemzők és kutatók elmúlt időszakai prognózisainak magasabb hiány irányába mutató előrejelzés-revizíója lényegesen nagyobb volt, mint az általunk közölt előrejelzéseké; másrészt jelenleg már mind a két évre találhatunk az általunk készített előrejelzésnél is magasabb hiányt tartalmazó prognózist.

Az aktuális jelentésben első alkalommal készítettünk előrejelzést a 2005. évi államháztartási hiány alakulásáról. Prognózisunk magasabb a piaci konszenzusnál. Ugyanakkor a 2004-es évre adott előrejelzéseink – melyek szintén magasabbak voltak a piaci átlagnál – kapcsán megemlítjük, hogy előrejelzésünk és a más prognózisok közötti különbség jellemzően a piaci elemzők fokozatosan emelkedő előrejelzései nyomán zárult.

IV-3. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal*

	2004	2005	2006
Fogyasztóiár-index (december/előző év december, százalék)			
MNB	5,9	4,4	3,9
Reuters-felmérés (2004. október) ¹	5,7-6,0-6,3	4,0-4,4-5,0	-
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)			
MNB	6,8	4,5	4,2
Consensus Economics (2004. szeptember) ¹	6,5-6,9-7,0	4,0-4,6-5,0	-
Európai Bizottság (2004. október)	6,9	4,6	4,2
IMF (2004. szeptember)	6,9	4,4	-
OECD (2004. október)	7,1	4,9	4,5
Reuters-felmérés (2004. október) ¹	6,5-6,8-6,9	4,3-4,7-5,3	-
Világbank (2004. július)	6,5	4,9	-
GDP (éves növekedés, százalék)			
MNB	4,0	3,7	3,5
Consensus Economics (2004. szeptember) ¹	3,0-3,8-4,1	2,5-3,8-4,5	-
Európai Bizottság (2004. október)	3,9	3,7	3,8
IMF (2004. szeptember)	3,5	3,7	-
OECD (2004. október)	3,8	3,6	3,4
Reuters-felmérés (2004. október) ¹	3,7-3,9-4,1	3,3-4,0-4,4	-
Világbank (2004. július)	3,2	3,7	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)			
MNB	7,3	7,7	7,5
Consensus Economics (2004. szeptember) ^{1,2}	4,1-6,5-8,4	3,3-6,2-7,8	-
Reuters-felmérés (2004. október) ¹	6,6-7,0-7,4	6,0-6,8-7,8	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)			
MNB	9,0	8,6	7,9
Európai Bizottság (2004. október)	8,7	8,5	8,5
IMF (2004. szeptember)	8,8	8,2	-
OECD (2004. október)	9,0	8,3	7,8
Világbank (2004. július)	8,2	8,0	-
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)			
MNB	5,6	5,5	4,9 ³
Consensus Economics (2004. szeptember) ¹	4,5-5,2-5,6	3,5-4,7-5,5	-
Európai Bizottság (2004. október)	5,5	5,2	4,7
OECD (2004. október)	5,6	5,1	4,7
Reuters-felmérés (2004. október) ¹	5,0-5,4-5,9	4,5-4,9-6,2	-
Világbank (2004. július)	5,2	4,6	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések			
MNB	5,1	5,8	6,3
Európai Bizottság (2004. október)	6,3	6,6	6,5
OECD (2004. október)	6,2	7,1	7,6
IMF (2004. szeptember)	6,4	5,8	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések			
MNB	1,9	2,1	2,2
Európai Bizottság (2004. október)	2,2	2,0	2,1
OECD (2004. október)	2,0	2,1	2,5
IMF (2004. szeptember)	2,1	2,0	-

* 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) dőlt számokkal azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² A Consensus Economics Inc. (London) „Eastern Europe Consensus Forecasts” a fizetési mérlegnél dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket az aktuális jelentésben feltételezett euró/dollár árfolyammal számítottuk át.

³ Feltevés, a konvergenciaprogram alapján.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2004. szeptember 20.); European Commission Economic Forecasts, 2004. ősz; IMF World Economic Outlook (2004. szeptember); OECD Economic Outlook (2004. május); Reuters felmérés 2004. október; World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (2004. július).

IV. 2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSIHIÁNY-MUTATÓK ALAKULÁSA

IV.

Alap-előrejelzésünk szerint valószínűleg további intézkedés nélkül sem az idei, sem a jövő évi hiánycél nem teljesül. Az adott feltevések mellett a GDP arányában az idei évre 5,6 százalékos, jövőre 5,5 százalékos GDP-arányos ESA-hiánnyal számolunk.

Az idei évből hátralévő idő rövidege ellenére, 2004-es előrejelzésünk bizonytalansága igen nagy. Egyes, jelenleg hivatalosan részleteiben nem ismert kormányzati intézkedések ugyanis az alap-előrejelzéshez képest a GDP arányában akár 0,4 százalékos eltérést is okozhatnak. Az alappályánál alacsonyabb lehet az idei hiány akkor, ha az áfa-visszatérítések szigorúbb ellenőrzése egy igen széles körben érvényesül és a visszatérítés törvényi határidőn túli, jelentős lassulását jelenti. Magasabb hiányt eredményezhet ugyanakkor, ha a kormány nem reagál a kiadási oldalon a központi szerveknél látható túlköltekezésre az év hátralévő részében. Mindkét esetben jellemzően átmeneti intézkedések okoznak az előrejelzésben bizonytalanságot, melyek az idei és a jövő évi hiány közti átcsoportosítást eredményezhetnek, a folyamatok tartós tendenciáját nem érintik. Mivel az „eredmény szemléletű fiskális év” nem december, hanem február végén zárul, ezen intézkedések bizonytalansága miatt az idei ESA-hiányról csak jövő márciustól alkothatunk megalapozottan képet.

A 2005. évi előrejelzésünk tekintetében fontosnak tartjuk kiemelni, hogy az Országgyűlés által november 8-án elfogadott adótörvény-módosítások, illetve az Országgyűléshez benyújtott költségvetési törvényjavaslaton alapszik. Bár a költségvetési törvényjavaslat elfogadásáig még jelentősen változhat, alábbi elemzésünk a benyújtáskori állapot alapján készült.¹⁹ Mivel 2006-ra nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve költségvetési törvényjavaslattal, ezért a 2006. évi alap-előrejelzésünk azon a feltevésen alapul, hogy megvalósul a kormány által nyilvánosan bejelentett 0,6 százalékos ESA-deficit-csökkenés a 2005. évi alap-előrejelzésünkhöz tartozó deficithez képest.

Előrejelzésünk bemutatása előtt jelezzük, hogy a korábbi adatközlésektől eltérően a 2003. évi ESA-típusú államháztartási hiány -6,2 százalékra emelkedett, amely 0,3 százalékponttal magasabb, mint az augusztusi inflációs jelentés idején ismert adat. Az eltérés alapvetően két tényezőre vezethető vissza, egyrészt az önkormányzati alrendszer hiánya magasabb volt az előzetesen közöltnél, másrészt az orosz államadósság elszámolása az ESA-hiányt növelte.

Az ESA- és a GFS-egyenlegek közötti eredmény szemléletű korrekcióra feltevéssel éltünk 2004-re és 2005-re.

IV-4. táblázat

A fiskális jelzőszámok várható alakulása az alappálya mentén

(a GDP százalékában)

	2003 tény/beclés	2004 alap-előrejelzés	2005 feltevés	2006
1. GFS-hiány	-5,9	-7,0	-5,4	-4,7
2. ESA által alkalmazott korrekciók	-0,3	+1,4	-0,1	-0,2
3. ESA-hiány (1+2)	-6,2	-5,6	-5,5	-4,9
4. Korrekció átmeneti tételekkel	-0,9	-1,0	-0,4	-0,3
5. Kvázi-fiskális kiadások	-1,1	-1,3	-2,2	-2,0
6. Kiegészített (SNA) hiány (3+4+5)	-8,2	-7,9	-8,1	-7,2
7. Kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlege	-4,4	-3,8	-4,1	-3,4
8. Fiskális keresleti hatás*	-0,5	-0,7	+0,3	-0,7

*A kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magán-nyugdíjpénztári befizetések változásával. A negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

¹⁹ Ezen fejezet a 2004. november 11-ig beérkezett információkra épül.

Alapesetben mindkét évre elfogadtuk a PM által kommunikált korrekció mértékét (idén a GDP arányában +1,4 százalék, jövőre -0,1 százalék), a 2006. évi feltételes előrejelzéshez a múltbeli korrekciók alapján technikai becslést készítettünk (-0,2 százalék). Jelezzük azonban, 2004-ben különösen nagy mértékben javítja az ESA-hiányt ez a korrekció, ami olyan kockázatot hordoz, amiről csak 2005 folyamán tudunk majd többet.

IV. 2. 1. A 2004. ÉVRE VÁRHATÓ FISKÁLIS EGYENSÚLY RÉSZLETEI

A teljes államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (GFS) vonatkozó alap-előrejelzésünk 0,4 százalékponttal magasabb GDP-arányos deficitet tartalmaz, mint augusztusi előrejelzésünk. A magasabb hiány kialakulását valószínűsíti egyes elsődleges bevételek várttól elmaradó teljesülése, valamint az elsődleges kiadások harmadik negyedévi alakulása.

Alap-előrejelzésünk valójában a makrogazdasági és fiskális folyamatokból adódó hiányszinteket ragadja meg, jelzi előre. Ennek megfelelően a kormányzat nem részletezett, diszkrecionális intézkedéseit csak korlátozottan tudjuk beépíteni alap-előrejelzésünkbe. Ilyen intézkedés a vállalkozások importtevékenységéhez kapcsolódó áfa-visszatérítések szigorúbb ellenőrzésének elrendelése.²⁰ Az intézkedés teljes hatása elvileg megközelítheti a GDP 0,5 százalékpontját, azaz szélsőséges esetben ennyivel javíthatja a 2004. évi GFS-hiány szintjét az áfa-visszatérítések lassítása, illetve átmeneti leállítására. Alap-előrejelzésünkbe az intézkedés hatásának csak azt a részét építettük be, amely a 2004. november 11-én, előrejelzésünk lezárásakor már látható volt a kincstári adatszolgáltatás alapján (GDP 0,1 százaléka). Megjegyezzük, az intézkedés ellentétesen érinti a 2005. évi pénzforgalmi hiány alakulását is, mivel a visszatérítések áttolása jövő évre, az áttolt összeggel azonos nagyságrendben mérsékli a 2005. évi nettó pénzforgalmi áfabevételt. Az intézkedés azonban csak abban az esetben módosítja a 2004. évi eredményszemléletű (ESA) deficitet, ha az áfa-visszatérítések 2005. február végéig sem állnak vissza a törvény által előírt 45 napos intervallumra (ami csak márciusban dönthető el nagy biztonsággal).

A központi költségvetés bevételi oldalán a fentiekkel együtt is alacsonyabb pénzforgalmi nettó bevétellel számolunk annál, amit az augusztusi inflációs jelentés készítésekor becsültünk. A nettó áfabevételek a harmadik negyedévben elmaradtak az általunk várt bevételi szinttől, egyfelől a bruttó áfabevételek is kevésbé nőttek, mint korábbi várakozásunk, másfelől, az áfa-visszatérítések dinamikája is magasabb lett a vártnál, bár szeptember-október hónapokban már látható volt az áfa-visszatérítések lassulása.

Mindennek nagy részét ellensúlyozza a kincstári körbe tartozó gazdálkodószervezetek, valamint egyéb állami tulajdonba tartozó vállalkozások befizetési kötelezettségének növekedése, amely augusztushoz képest új kormányintézkedések hatása.

A központi költségvetés kiadási oldalán minden olyan kiadási előirányzat esetében, amely fölött a pénzügyi kormányzatnak bizonyos kontrollja érvényesülhet, jellemzően elfogadjuk a PM előrejelzését. Megközelítésünk alapvetően most sem változott, így az ebbe a körbe tartozó kiadásokra vonatkozó előrejelzésünk a PM októberben aktualizált előrejelzésén alapszik. Alap-előrejelzésünk a központi költségvetés elsődleges kiadásainál a GDP 0,2 százaléka körüli mértékben tartalmaz magasabb kiadás-teljesülést, mint előző inflációs jelentésünk alappályája.

Az év első három negyedéve alapján ugyanakkor azt is látjuk, hogy már a GDP 0,5 százalékát meghaladó kiadási túllépés jelentkezett a költségvetési fejezeteknél és költségvetési szerveknél. Mivel nem világos, hogy mikor és mennyiben jelentkeznek a hiányban ezek a többletkiadások, ezért ezeket továbbra is a kockázatok között szerepeltettük. (A múltban is rendszeresen tapasztalható volt az éves előirányzatok túllépése, lásd keretes írásunkat később.) A kiadási előirányzatok elmúlt negyedévi alakulása arra utal, hogy a tavaszi takarékosági intézkedések hatása késlekedik: az effektív kiadásmegtakarításoknak az utolsó negyedévre kell összpontosulniuk, amennyiben megvalósulnak.

A társadalombiztosítási alrendszerben a tb-alapok hiányára vonatkozó prognózisunk az augusztusi inflációs jelentéshez képest a magasabb hiány irányába mozdult el. Előrejelzésünk változása a makrogazdasági és költségvetési folyamatokban bekövetkezett módosulások következménye. Elsősorban a járulékbefvételeknél számolunk alacsonyabb bevétellel, mint a PM szeptemberben aktualizált prognózisa.

A GFS- és ESA-deficit közötti eredményszemléletű korrekcióra, az EU-csatlakozás évére jellemző nagyfokú módszertani bizonytalanság miatt teljes körű becslést továbbra sem készítettünk. Elfogadjuk a várható eredményszemléletű korrekció szintjére azt a mértéket, amelyet a PM által ez évre előrejelzett pénzforgalmi szemléletű (GFS) deficitprognózis és a PM által célul kitűzött ESA-deficit különbségeként adódik (GDP 1,4 százaléka). Jelezzük ugyanakkor, hogy a 2003. évi ESA-deficit esetében a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányok közötti korrekció mértékét a KSH az előzetes adathoz képest korrigálta, s ennek kockázata a 2004. évi korrekciós elszámolások esetében is fennáll (lásd a következő alfejezetben).

Az ideai fiskális keresleti hatásra vonatkozó becslésünk jelentősen módosult előző inflációs jelentésünkben kö-

²⁰ A PM 2004. október 19-én hozta nyilvánosságra azt, hogy a pénzügyminiszter arra utasította az adóhivatalt, hogy az áfakiutalás előtt „tétélesen ellenőrizze minden európai uniós adószámmal rendelkező adóalany általános forgalmiadó-bevallását, felhasználva ehhez a közösség országaiból érkező kontrollinformációkat”. A közlemény szövege elérhető a PM honlapján.

zölthöz képest. Augusztusi becslésünk szerint idén a GDP 1,7 százalékával mérsékelte volna az állam az aggregált keresletét. Mostani becslésünk szerint az állami kereslet szűkülése a GDP 0,7 százaléka körül alakulhat 2004-ben, azaz a GDP 1 százalékával lazább fiskális pályával számolunk most, mint előző inflációs jelentésünkben. Becslésünk változása (a fiskális keresleti hatás mutatószám -1,7 százalékról -0,7 százalékra módosulása) több hatás következménye. A 2003. évre becsült fiskális keresleti hatás is jelentősen változott, mivel korábban a GDP 0,1 százalékának megfelelő szűkítéssel számoltunk, amely utólag 0,5 százalékra módosult, mert a tavalyi évi kvázi-fiskális kiadásokra vonatkozó becslésünket pontosítottuk az időközben beérkező új információk alapján. A bázishatás tehát önmagában 0,4 százalékponttal járult hozzá 2004. évi előrejelzésünk módosításához. Az idei évi GFS-deficitre vonatkozó előrejelzésünk 0,4 százalékponttal magasabb hiányt tartalmaz, mint amellyel az augusztusi inflációs jelentésben számoltunk, az elsődleges egyenleg szintjén ez 0,3 százalékos elsődleges egyenlegromlást jelent, azaz pénzforgalmi költségvetési deficit előrejelzésünk változása ennyivel járul hozzá a fiskális kereslet lazulásához. A fiskális kereslet további lazításával jár a kvázi-fiskális tevékenységek növekedése, főként az EU-agrártámogatások megelőlegezése és a nemzeti kiegészítés faktorálása miatt, ugyanakkor a kvázi-fiskális beruházások szintje alacsonyabb lesz az általunk korábban gondoltnál. Így a figyelembe vett nettó kvázi-fiskális kiadások összességében 0,3 százalékos GDP-arányos többletkeresletet indukálhat a gazdaságban.

IV. 2. 2. IDEI HIÁNY-ELŐREJELZÉSÜNK BIZONYTALANSÁGA

Mindazokat a kockázati tényezőket, amelyek az autonóm gazdasági és fiskális folyamatokból adódnak, de az

alappálya számításakor előrejelzésünk természetesen nem tartalmazhat, azokat ebben a fejezetben mutatjuk be. Mint az alábbi táblázatban látható, alap-előrejelzésünkhöz tartozó 5,6 százalékos GDP-arányos ESA-deficit-szinthez aszimmetrikus kockázati tartomány rendelhető. Előrejelzésünk szerint csak abban az esetben teljesülhet a kormányzat módosított 2004. évi GFS- és ESA-elszámolású hiányprognózisa, ha a költségvetési intézmények és fejeztek kiadásai felett az év hátralévő részében a központi kontroll teljes mértékben érvényesül, valamint akkor, ha az adóhivatal az áfa-visszatérítések lassításával – előrejelzésünk lezártakor látható mértékhez képest – tovább javítja a költségvetés nettó áfa-bevételét. A 2004. évi GFS- és ESA-elszámolások közötti hídna a GDP 0,5 százalékát megközelítő kockázatot látunk magasabb ESA-hiány kialakulása felé, a kockázat magasabb hiány irányába mutat.

Alap-előrejelzésünkhöz képest legfeljebb a GDP 0,4 százalékával javíthatja a 2004. évi GFS-egyenleget az importtevékenységhez kötődő áfa ellenőrzési eljárásának meghosszabbítása, ami az áfa-visszatérítések novemberi lassulásában már megmutatkozott. Az idei ESA-deficitet azonban csak akkor javítja mindez, ha az intézkedés hatása február végéig fennmarad; amit persze majd csak márciusban lehet biztonsággal megítélni.²¹

Már az alap-előrejelzésünk ismertetése során is jeleztük, hogy a költségvetési fejezetek és a költségvetési szervek évközi költsége rendszeresen időarányos feletti volt, az éves szintű PM-kiadási előirányzathoz képest. Számításaink szerint 100 milliárd forintot meghaladó feszültség keletkezett az év során a költségvetési szervek és intézmények többletkiadásai következtében. Úgy gondoljuk, a korábbi évekhez képest nehezebb lesz diszkrecionális intézkedésekkel visszafogni a szervek többletkiadásait, ugyanis a túlköltségek igény annak következmé-

IV-5. táblázat

A 2004. évi GFS- és ESA-hiány-előrejelzésünk bizonytalansági tényezői

(a GDP százalékában)

GFS-deficit-alap – előrejelzése: -7,0 százalék			
Az áfa-visszatérítések üteme lassul a szigorodó APEH-ellenőrzés miatt	0,4	Intézmények és a helyi önkormányzatok magasabb kiadása	-0,4
Beruházások kivitelezése elhúzódik	0,1	Egyes nyílt végű kiadások vártnál nagyobb növekedése	-0,1
Társaságiadó-bevételi előirányzat túlteljesülése	0,1	A direktadó-bevételek elmaradnak a várttól	-0,1
A decentralizált alapok többlete magasabb lesz az alap-előrejelzésnél (Kutatási Alap)	0,1		
GFS-deficit szélső esetben	-6,3	GFS-deficit szélső esetben	-7,6
GFS-ESA híd feltevés: +1,4			
ESA-deficit szélső esetben	-4,9	A GFS- és ESA-deficit közötti elszámolások bizonytalansága	-0,5
		ESA-deficit szélső esetben	-6,7

²¹ Az ESA-hiányra vonatkozó Eurostat-elvek hazai alkalmazása szerint ugyanis a januári áfabevétel, illetve a január-februári áfa-visszatérítés még a megelőző évi hiányhoz tartozik. Így a 2004-es állami költségvetési ESA-hiány első, várhatóan januári belföldi bejelentésekor még nem lehet ismert a január-februári áfa-visszatérítés. Ezért a jelzett, áfa-visszatérítés lassításával kapcsolatos bizonytalanság is csak később oszlik el, amikor a KSH jelenti az Eurostat felé az előzetes 2004-es ESA-adatokat (várhatóan 2005 márciusában). A 2004-es hiány első, januári bejelentése tehát még nem lesz informatív az ESA-hiány tekintetében.

nye, hogy a korábbi évekről áthúzódó pénzmaradvány-állomány jelentős része ténylegesen fizetési kötelezettséggel terhelt. Ezért valószínűnek tartjuk, hogy vagy 2004-ben, vagy jövőre további kiadás-visszafogó intézkedések nélkül a GDP 0,4 százalékát elérő többletkölts

realizálódik a költségvetési szerveknél. Ennek oka az, hogy a költségvetésben az elmúlt években az ún. pénzmaradványok állománya jelentős mértékben felhalmozódott, s nehezen elkerülhetőnek látszik a pénzmaradvány-állomány egy részének jövőbeni leépülése.

IV-1. keretes írás

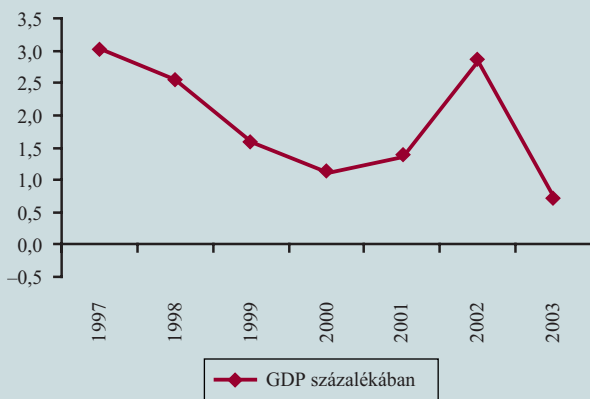
Mennyire tértek el a múltban a költségvetési szervek és fejezetek kiadásai a tervezettől?

A nyolcvanas években a korábban szigorú és korlátos költségvetési gazdálkodási rendszer fellazult a költségvetési intézmények szintjén. Az akkori állandósuló forráshiányt kívánta ellensúlyozni a kormányzat a nagyobb intézményi önállóság biztosításával. Az intézmények növekvő önállósága azt a célt szolgálta, hogy kevesebb központi forrás felhasználásával oldják meg feladataikat, ami a költségvetési fegyelem lazulásával járt.

A költségvetési szervek és fejezetek (minisztériumok és az irányításuk alá tartozó intézmények) kiadása a korábbi években minden évben meghaladta a parlament által jóváhagyott értéket. Az adott évi tervezési

IV-3. ábra

A költségvetési szervek és fejezetek kiadásának alakulása: az eredeti költségvetési előirányzat és a zárszámadás eltérése



A GFS- és ESA-deficit-szintek közötti híd kockázatát abban látjuk, hogy bizonytalan az, hogy a KSH és az Eurostat a mezőgazdasági támogatásokhoz kötődő faktorálást hogyan veszi figyelembe, továbbá kérdéses, hogy az állami szektorban fizetendő 13. havi bérkifizetés eredmény szemléletű korrekciója valóban olyan nagyságrendű lehet, amelyet a PM előzetesen feltételez. E módszertani típusú kockázatok mértékét összesen a GDP 0,5 százalékára becsüljük, azaz kedvezőtlen esetben előfordulhat, hogy a 2004. évi pénzforgalmi hiányhoz tartozó korrekció mindössze a GDP 1 százalé-

köriratok kiemelt célként tartalmazták a feladatok és a rendelkezésre álló források összhangjának megteremtése érdekében az ellátandó feladatok áttekintését, a fejezetekhez tartozó intézményrendszer hatékonysági és takarékosági szempontú felülvizsgálatát, a szükséges jogszabályi háttér megteremtését. Az érdemi döntések hiánya, a költségvetés megalapozottságának problémái előrevetítették az évközi korrekciók szükségességét, és csökkentették a végrehajtás eredményességét.

A túllépés döntően a nyíltvégű előirányzatoknál következett be (nonprofit szervezetek támogatása, egyházi intézmények normatív támogatásának növekedése, egyes természetbeni szociális és oktatási kiadások, kártalanítások stb.). Egyrészt a 2001. és 2002. évi jelentős eltérést az előirányzattól, 2001-ben köztisztviselők évközi béremelése, 2002-ben pedig a negyedik negyedévben végrehajtott 50 százalékos közalkalmazotti béremelés okozta, amit a kormány az akkori többletbevételekből fedezett. Ugyanezért az eleve jelentősen növelt beruházási és támogatási előirányzatoknál újabb maradványok halmozódtak fel.

A túlköltségek egy részének fedezetét többletbevételekből, valamint a központi tartalékok igénybevitelével biztosították, de jelentős volt a korábbi években felhalmozott maradványok elköltése is. A költségvetési szervek kiadásainak korábbi években megvalósult jelentős növekedése a hiány tervezettnél nagyobb kialakulásához is vezetett.

Idén év közben az előirányzat teljesíthetősége érdekében kiadáscsökkentő intézkedéseket, maradványok zárolását határozta el a kormány. Ennek teljesíthetősége azonban kétséges, ez csak az év utolsó hónapjában válik ismertté.

ka lesz. Mivel a 2004. évi ESA-hiány mértéke 2005 őszén válik hivatalossá, az előzetesen közölt adatok ún. fiskális notifikációját követően, ezért a fenti kérdések csak hosszú idő múlva tisztázódnak.

IV. 2. 3. A 2005-RE VÁRHATÓ FISKÁLIS EGYENSÚLY

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, ezért alap-előrejelzésünk a szokásosnál is feltételesebbnek tekintendő. Alap-előrejelzésünk a novemberben elfogadott adótörvény-módosításokra és arra épül,

hogy a kormány által az Országgyűléshez benyújtott költségvetési törvényjavaslat az akkori formában elfogadásra kerül. Alap-előrejelzésünkben továbbra is érvényesítettük azt az alapelvet, hogy azoknál a kiadási előirányzatoknál, amelyeknél a pénzügyi kormányzatnak nagyobb kontrollja érvényesül, ott elfogadjuk a PM prognózisát.

A költségvetési törvényjavaslat benyújtásával egyidejűleg bejelentett 100 milliárd forintos nettó kiadási tartalék képzését végleges zárolásként előrejelzésünk készítésekor figyelembe vettük, de ebből effektívnek csak mintegy 80 milliárd forintnyit tekintünk. Szabályalapú előrejelzésünk következtében ugyanis, az önkormányzati alrendszerrel megillető átengedett személyijövedelemadó-bevételek egy részének zárolását nem tekinthetjük effektívnek, mert az önkormányzatok a csökkenő központi támogatást nem feltétlenül igazítják ki.

IV-6. táblázat

Előrejelzésünk eltérése a költségvetési törvényjavaslattól

(pénzforgalmi szemléletben, a GDP százalékában)

	Eltérés a törvényjavaslattól (%)
I. Bevételek (1+2+3)	-0,44
1. Direkt adók	-0,37
2. Indirekt adók	-0,17
3. Egyéb bevételek	+0,10
II. Elsődleges kiadások (4+5)	+0,03
4. Elsődleges kiadások	-0,33
5. Kiadási tartalék hatása	+0,36
Elsődleges egyenleg (I+II)	-0,41
6. Kamategyenleg	-0,29
7. GDP-előrejelzés eltéréseinek technikai hatása	-0,05
Eltérések összesen (I+II+6+7)	-0,75

Alap-előrejelzésünk szerint további kormányzati intézkedések nélkül az államháztartás 2005. évi várható pénzforgalmi hiánya a GDP közel 0,8 százalékával lesz magasabb a törvényjavaslatban foglaltnál.

A direkt adók csoportján belül elsősorban a társadalombiztosítási járulékbévételek prognózisunk alacsonyabb a törvényjavaslatban előirányzott összegnél. A különbséget nagymértékben determinálja, hogy 2004-ben is jóval alacsonyabb teljesülést várunk.

Az indirekt adók közül az áfabevételi prognózisunk a GDP 0,2 százalékpontjával alacsonyabb annál, amit a benyújtott költségvetési törvényjavaslat tartalmaz. Ennek alapvető oka a bázisidőszaki áfabevétel-prognózisok eltérése: a költségvetési törvényjavaslat összeállításakor a PM által feltételezettnél alacsonyabb nettó áfabevétellel számolunk 2004-re, ami természetesen hat 2005-re is.

Kiadási oldalon, az elsődleges kiadásoknál jelentősebb többletkiadással a helyi önkormányzatoknál (pl. beruházási kiadások és dologi kiadások), valamint a társadalombiztosítási alrendszerrel (pl. nyugdíjkiadások és gyógyszerkiadások) számolunk. A nyugdíjkiadásoknál az eltérést az okozza, hogy a makrogazdasági előrejelzésünkhöz tartozó bérpálya magasabb, mint amivel a PM számol, így a várható jövő évi nyugdíjmelési indexünk 1,5 százalékponttal magasabb annál, mint amit a költségvetési törvényjavaslat tartalmaz.

A kormány által képzett kiadási tartalékból mindazokat a tételeket elfogadtuk, amelyek a kiadási oldalon lévő előirányzatok zárolására vonatkoznak. A tartaléknak ezt a részét effektívnek tekintettük, s alap-előrejelzésünkben hiányt csökkentő tételként szerepeltettük (lásd IV. 6. táblázat 5. sorát).

A kamategyenleg-prognózisunk jelentősen (a GDP közel 0,3 százalékpontjával) tér el a költségvetési törvényben található előirányzattól. Előrejelzési szabályaink szerint változatlan monetáris politikát feltételezünk a teljes előrejelzési időhorizonton. Ennek megfelelően előrejelzésünk számításainak lezárásakor az aktuális forwardhozamgörbe alapján készítjük el kamatprognózisunkat, figyelembe véve az ÁKK finanszírozási tervét.

Az eddigieket más szemléletben összefoglalva, alap-előrejelzésünk a központi költségvetésnél a GDP 0,25 százalékpontjával tartalmaz magasabb hiányprognózist, mint a költségvetési törvényjavaslat. A társadalombiztosítási alrendszer hiányára vonatkozó alap-előrejelzésünk a GDP 0,3 százalékpontjával magasabb hiány kialakulásával számol, mint a törvényjavaslat. A helyi önkormányzatoknál és a decentralizált állami pénzalapoknál éves alapprognózisunk összességében a GDP 0,2 százalékpontjával magasabb hiányt tartalmaz, mint a törvényjavaslat.

A 2004. évről szóló alfejezetben már részletesen írtunk a központi költségvetési szervek és intézmények kiadásainál tapasztalható feszültségről. Mivel jelenleg számunkra nem ismert, hogy a felhalmozódott kiadási többlet melyik költségvetési évet fogja terhelni (a 2004. évet vagy a 2005. évet), ezért alap-előrejelzésünkben ezzel a tétellel nem számolunk, hanem a 2005. évi előrejelzésünk – magasabb hiány irányába mutató – bizonytalanságai között vesszük figyelembe.

Az MNB makrogazdasági pálya előrejelzése alapján mintegy 230 milliárd forinttal alacsonyabb folyó áras GDP-vel számolunk 2005-re, mint a PM a költségvetés összeállításakor. Ez a különbség azt eredményezi, hogy a költségvetési törvényjavaslatban lévő nominális pénzforgalmi hiány már a kiinduláskor is magasabb, -4,7 százalékos deficitrátát jelent.

A fiskális keresleti hatásra vonatkozó becslésünk 0,3 százalékpontos GDP-arányos keresletbővítő hatást jelez. A fiskális kereslet jelentős lazulását az okozza, hogy az ún. PPP (Public-Private Partnership) konstrukcióban megvalósuló állami beruházási kiadások döntő hányada, különösen a kezdeti években, a hivatalos hiánykategóriákban egyáltalán nem, vagy csak részlegesen kerülnek elszámolásra (így ezeket jellemzően kvázi-fiskális kiadasként kezeljük, l. erről a IV. 4. fejezetet). A PPP-konstrukcióban megvalósuló beruházási célú kiadások összege 2005-ben megközelítheti a 300 milliárd forintot, amely a jövő évi GDP-ben 1,4 százalék körüli értéket jelent. (Mivel valamennyi állami beruházással korábban is számoltunk, ezért a PPP-konstrukcióban megvalósuló beruházások hatása most csak kisebb mértékben emelte keresleti hatás előrejelzésünket.)

2005-ös előrejelzésünk más szemléletben – a korábban látott determinációk és az adó- és költségvetési törvényjavaslatokból megismert intézkedések összevetése

Az augusztusi inflációs jelentésben 2005-re, mivel akkor még nem volt ismert a konkrét költségvetési törvényjavaslat, a normatív alap-előrejelzés mellett egy alternatív, ún. kockázatalapú előrejelzést is közzétettünk. Augusztusban az akkor ismert hivatalos determinációk és trendek alapján – további intézkedés nélkül – 2004-hez képest a hiány több mint 1 százalékos emelkedésének kockázatát vázoltuk.

A novemberben elfogadott adótörvény-módosításokból, illetve a költségvetési törvényjavaslatból kitűnik, hogy a kormány intézkedéseivel több hiánynövelő determináció hatását is ellensúlyozta. Ezért mostani alap-

IV-7. táblázat

Milyen főbb területeken intézkedett a kormány a korábban látott determinációkhoz képest a 2005-ös hiány csökkentése érdekében?*

	Augusztusban ismert főbb determinációk	Kormány intézkedéseinek hatása a determinációkra és a hiányra**
Bevételek		
Tételes EHO csökkentése	Jelentős adóbevétel-kiesés	Adótörvény-módosítás alapján nagyobb bevétel (+)
Vámbevétel-kiesés	Adóbevétel-csökkenés	Nincs változás
Áfabevétel	Semleges felett	Adótörvény-módosítás alapján nagyobb bevétel (+)
Jövedéki adók	Semleges	Adótörvény-módosítás alapján kisebb bevétel (-)
Tb-járulékok	Kissé semleges felett	Nincs változás
Vállalati adók	Semleges	Nincs változás
Személyi jövedelemadó	Semleges	Adótörvény-módosítás alapján kisebb adóbevétel (-)
Egyéb adójellegű befizetések	Semleges	Adótörvény-módosítás alapján nagyobb bevétel (+)
Önkormányzatok saját bevételei	Semleges	Nincs változás
Kiadások		
NATO-kötelezettségek	Semlegesnél nagyobb	Költségvetési törvényjavaslat szerint jelentős csökkenés (+)
13. havi nyugdíj növelése	Semlegesnél nagyobb	Nincs változás
EU-pénzáramlások hatása	Semlegesnél nagyobb	Nincs változás
Önkorm. beruházási ciklusa	Semleges	Nincs változás
13. havi bérfizetés hatása	Semlegesnél nagyobb	Nincs változás
Költségvetési szervek támogatása	Semleges	Költségvetési törvényjavaslat szerint kisebb kiadás (+)
Autópálya-építés	Ismert determinációk szerint	Költségvetési törvényjavaslat szerint kisebb kiadás (PPP miatt) (+)
Nyugdíjak emelése	Semleges	Nincs változás
Gyógyszerkiadás	Semlegesnél kisebb	Nincs változás
Kiadási tartalék képzése	n. a.	Költségvetési törvényjavaslat szerint kisebb kiadás (+)
Bázisévi (2004) hiány emelkedése	n. a.	Magasabb hiány irányú (-)
Hatás a 2005-ös hiányra (2004-hez képest)	Hiány emelkedik	Hiány kissé csökken (+)

A táblázat a november 11-ig beérkezett információkra épül.

* Semleges: a GDP arányában stabil (megelőző évi) szinten marad.

** Zárójelben jeleztük ezeknek az intézkedéseknek a hatását az egyenleg változására, a „+” jel hiánycsökkentő hatásra utal.

előrejelzésünk 2005-re hiánycsökkenést vázol. A IV. 7. táblázatban megmutatjuk, melyik determináció hatását hogyan korrigálta a kormány.

Táblázatunkból látható, hogy az intézkedések főbb típusai: egyes hiánynövelő determinációkból való visszavonulás (például egészségügyi hozzájárulás csökkentésének vagy a NATO-kötelezettségek teljesítésének időbeli csúsztatása), új intézkedések (például szja-kezdmények szűkítése), illetve állami beruházások (főleg az autópálya-építés) PPP-megoldásban való „kiszervezése” okozták (ez utóbbi bizonyos közgazdasági kérdéseket is felvet, amiről I. a IV. 4. fejezetet). Mindezen lépések ellensúlyozták a bázis (a 2004-es hiány) becslésének emelkedését, ami önmagában növelte volna a 2005-ös hiányt.

Az augusztusi kockázatalapú pályában a tételes egészségügyi hozzájárulás (EHO) csökkentésével szokásos módon 2005 elejétől számoltunk, a más adónemeknél bekövetkező változással megegyezően. Ehhez képest jóval kisebb adóbevétel-kiesést jelent, hogy a jelenlegi információk szerint csak 2005. novembertől kerül sor az EHO csökkentésére.

A személyi jövedelemadónál az elfogadott adótörvény – az adótábla átalakítása, illetve az adókedvezmények szűkítése, összhatását tekintve – adóbevétel-kiesést, azaz a korábbi determinációtól nagyobb hiány irányába való eltérést jelent.

A jövedéki adóknál az adótételek valorizációját feltételeztük, a dohánytermékeknél a jövedékiadó-tartalom növekedését a 2005. évi inflációs előrejelzéssel konzisztens módon vettük figyelembe. Az adótörvény szerint jövőre mégsem kerül sor e körben adóemelésre, ami szintén kisebb adóbevételt, azaz nagyobb hiány irányába való eltérést jelent.

Az egyéb adóknál augusztusban a bevételek GDP-arányos (azaz semleges) növekedését feltételeztük, mostani alap-előrejelzésünk az elfogadott adótörvény-módosítások hatásait számszerűsíti, az ebbe a körbe tartozó adótételek egy részénél a GDP-arányos növekedési szint feletti adóterhelés-változás lesz 2005-ben.

A kiadási oldalon a költségvetési szervek és intézmények támogatásainál augusztusi kockázatalapú pályánk GDP-arányosan támogatásnöveléssel számolt, mivel akkor még nem volt ismert a költségvetési törvényjavaslat.

A NATO-val kötött szerződés alapján, a védelmi kiadások GDP-t meghaladó mértékű növelését tartalmazta augusztusi kockázatalapú pályánk, tekintettel arra, hogy a hosszú távra szóló ez irányú kötelezettség vállalását 2003-ban nem teljesítette Magyarország. Szabályala-

pon a mindenkori GDP arányában rögzített NATO-kötelezettség maradéktalan teljesítését tartalmazta augusztusi előrejelzésünk. Novemberi alap-előrejelzésünk már a benyújtott költségvetési törvényjavaslat szerint tartalmazza ezt a kiadási tételt. Az Állami Számvevőszék megállapítása szerint a védelmi kiadások szintje jövőre várhatóan jelentősen elmarad a NATO-kötelezettségből adódó szinttől.²²

IV. 2. 4. 2005-ÖS ELŐREJELZÉSÜNK BIZONYTALANSÁGA

A 2005-re vonatkozó kockázattérképezésünk a szokásosnál több bizonytalansági elemet tartalmaz. Egyrészt az Országgyűléshez benyújtott törvényjavaslatok még változhatnak elfogadásukig, ami egy fontos bizonytalansági tényező. Másrészt a 2004. évi bázis sem ismert még, a 2004. évi előrejelzésünk bizonytalanságai elég jelentősek mind bevételi, mind kiadási oldalon. Harmadrészt, bizonytalanságot jelentenek a jövő évi makrogazdasági folyamatok alakulásánál látható kockázatok. A 2005. évi kockázatok közül jelentősebbnek a kiadási oldalon látható kockázatok tartjuk; összességében szignifikánsan alap-előrejelzésünknel nagyobb hiány irányába mutatnak a kockázatok.

A GFS- és ESA-deficit közötti elszámolások – PM által előre jelzett – korrekciójánál nem érzékelünk számszerűsíthető kockázatot, de megjegyezzük, a kvázi-fiskális kiadások esetében általánosságban fennáll a vonal feletti tételként (hiányt növelő tranzakcióként) való későbbi elszámolás (azaz egy későbbi, visszamenőleges revízió) kockázata. Különösen akkor jelentős az ilyen kockázat, ha egyes felhalmozási kiadásokat nem PPP-konstrukcióban valósítanak meg (amiről I. a IV. 4. fejezetet), hanem halasztott fizetési konstrukcióval költenek a kormányzat. Ez a fajta kockázat jellemzően magasabb hiány irányába mutat (bár az ESA-statisztika jellegzetességei miatt hosszabb távon jelentkezik).

A makrogazdasági folyamatok jövő évi alakulásának lehetséges eltérései az alap-előrejelzéstől szimmetrikus bizonytalansági eloszlásúak a jövő évi fiskális egyensúly tekintetében. Becslésünk szerint a makrogazdasági folyamatok változása a GDP 0,2 százalékpontjával módosíthatja alap-előrejelzésünkhöz képest az államháztartás jövő évi hiányát.

Az áfabevételek 2004. évi alakulása jelentős kockázatot tartalmaz. Egyrészt, az EU-csatlakozás hatása miatt, a 2004-ben kiesett áfabevételeknek jövőre pénzforgalmilag is realizálódniuk kell ahhoz, hogy alap-előrejelzésünkhöz tartozó bevételi szint teljesüljön. Továbbá, a csatlakozás egyszeri technikai hatásán túlmenően váromlásainktól elmaradt a nettó áfabevételek 2004. évi alakulása. Alap-előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a csatlakozás hatásán felül tapasztalt 2004. évi áfa-

²² Az Állami Számvevőszék megállapítása szerint 100 milliárd forintos nagyságrendet tesz ki az eltérés a védelmi kiadásoknál, lásd Függelék a Magyar Köztársaság 2005. évi költségvetési javaslatának helyszíni ellenőrzéséhez c. ÁSZ-jelentés 62. oldalán.

bevétel-kiesésnek legalább a fele 2005-ben már nem ismétlődik meg. Mivel 2005. évi áfabevételi prognózisunk az alap-előrejelzésben centrális várható értéként szerepel, ezért a kockázatmegoszlás szimmetrikus.

A 2005. évi nettó áfabevételek teljesülésének kockázatát növeli a visszatérítések ellenőrzésének szigorítása, mivel a 2004-ről áthúzódó visszatérítések a 2005. évi nettó áfabevételek terhére történhetnek meg. Amennyiben jövőre az áfa-visszatérítések határideje tartósan 45 nap fölé kerül (2005. február végéig sem zárul le ez a folyamat), abban az esetben ez a 2005-ös ESA-deficit növekedését vonja magával. Ez a kockázat egy magasabb hiány irányába mutat.

A költségvetési szervek és intézmények túlköltekezésének kockázata is nagyrészt a 2004. évi kiadási szint teljesülésének függvénye. A 2004. évi deficitcél elérése érdekében ugyanis van mozgásteret a pénzügyi kormányzatnak arra, hogy diszkrecionális intézkedésekkel a költségvetési rendszerben látható túlköltekezési folyamatot megállítsa oly módon, hogy az alacsonyabb 2004. évi kiadási szinthez magasabb pénzmaradvány-állomány tartozzon. Ekkor a kormányzat felvállalná az idei évben tapasztalható folyamat negatív hatásainak jövő évre való áttolását. Ez esetben jelentősen növekedne annak kockázata, hogy a folyamatokból adódóan a 2005. évi kiadási előirányzatok legalább a GDP 0,4 százalékával túllépésre kerülnek.

Az önkormányzatok nagyobb költekezésére alapvetően a szokásos beruházási ciklus hatása miatt kerülhet sor. Önkormányzati választások előtti évben jellemzően nagymértékben emelkedni szokott a helyi önkormányzatok beruházási aktivitása. Ez egy magasabb hiány irányába mutató kockázat.

Összességében tehát – a költségvetési törvényjavaslat adott intézkedései mellett – jelentős a jövő évi 5,5 százalékos ESA-hiány alap-előrejelzésünknel magasabb hiány kialakulásának kockázata.

IV. 2. 5. A 2006-RA VÁRHATÓ FISKÁLIS EGYENSÚLY BIZONYTALANSÁGA

Mivel 2006-ra nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve részleteiben kidolgozott költségvetési törvényjavaslattal, ezért 2006-ra egy ún. normatív (feltételes) és egy kockázatalapú pályát is készítettünk, ugyanúgy, mint korábbi inflációs jelentésünkben 2005-re. A kockázatalapú előrejelzésünk készítésének célja most is az, hogy a most látható determinációk figyelembevételével olyan alternatív pályát adjon, amely megmutatja, további intézkedések (főképpen a 2006. évi költségvetés) nélkül hogyan alakulna két év múlva az államháztartás egyensúlya. A feltételes előrejelzés képezi a jelentés alappályáját, a kockázatalapú előrejelzésünk és a normatív pálya közötti differencia pedig a megcélzott hiánycsökkenés elérésének kockázatát érzékelteti.

Az alap-előrejelzésben szereplő normatív pályánk azon a feltételezésen alapul, hogy az ESA-deficit szintje 2006-ban a kormány által deklarált évi 0,6 százalékpontos hiánymérséklő pálya mentén halad.²³

Az alábbi bemutatott determinációk és trendek miatt kockázati pályánk a hiány mintegy 1 százalékos növekedését tartalmazza. A normatív és a kockázatalapú pálya 2006-os eltérése alapján a pénzforgalmi (GFS) egyenleg szintjén – a 2005-ös alap-előrejelzés teljesülése esetén – 2006-ban további, a GDP 1,5 százalékát kitevő fiskális egyensúly-javító intézkedés szükségessége látszik.

IV-8. táblázat

A normatív alappálya és a kockázatalapú alternatív pálya 2006-ban

(a GDP százalékában)

Hiánymutatók	1	2	1-2
	Kockázatalapú előrejelzés	Alap-előrejelzés (feltevés)	Kockázat mértéke
GFS-hiány	-6,2	-4,7	
ESA-hiány	-6,4	-4,9	-1,5
Kiegészített (SNA) hiány	-8,7	-7,2	

²³ A 2006. évi normatív (feltételes) pályához -0,7 százalékpontos keresleti hatás tartozik, mert a GFS- és ESA-deficit-elszámolások közötti technikai korrekció mértékéhez (-0,2 százalékpontos technikai feltevés, ennyivel lenne magasabb az ESA-deficit a GFS-egyenlegnél) hasonló összegben járul hozzá a kamategyenleg csökkenése a hiány mérséklődéséhez.

IV-9. táblázat

**Milyen determinációk láthatók 2006-ra?
A kockázatalapú pálya kialakításának fontosabb tényezői***

	Alapelv	Hatása az adott tétel alakulására (a GDP-hez képest)
Bevételek		
Tételes EHO csökkentése	Év elejétől megszűnik az adó	Semlegesnél kisebb
Vámbevétel-kiesés	Adóalappal nő	Semleges
Áfabevétel	Adóalappal nő (fogyasztás)	Semlegesnél kisebb
Jövedéki adók	Adóalappal nő	Semleges
Tb-járulékok	Adóalappal nő	Semleges
Vállalati adók	Adóalappal nő	Semleges
Személyi jövedelemadó	Adóalappal nő (lakossági jöv.)	Semlegesnél kisebb
Egyéb adójellegű befektetések	Hosszú távú átlag	Semleges
Egyéb állami bevételek	Hosszú távú átlaghoz visszatér	Semlegesnél kisebb
Önkormányzat saját bevételei	Ciklus szerint	Semlegesnél kisebb
Kiadások		
NATO-kötelezettségek	Kötelezettség szerint	Semlegesnél jóval nagyobb
13. havi nyugdíj növelése	Plusz egy heti nyugdíj	Semlegesnél nagyobb
Nyugdíjak indexálása	Svájci index szerint	Semlegesnél kisebb
EU-pénzáramlások hatása	Megállapodás alapján várható	Semlegesnél nagyobb
Önkorm. beruházási ciklusa	Ciklus szerint	Semlegesnél nagyobb
Költségvetési szervek támogatása	Korrigált GDP-arányos növekedés	Semlegesnél kisebb
Állami beruházások	EU-kötelezettségvállalás hatása	Semlegesnél jóval nagyobb
Gyógyszerkiadás	2004. évi megállapodás szerint	Semlegesnél kisebb
Összhatás a 2006-os hiány alakulására (2005-höz képest)		Növekvő hiány

* Semleges: a GDP arányában stabil (megelőző évi) szinten marad.

A kockázatalapú pálya részleteit tekintve, ezen scenárióban a tételes egészségügyi hozzájárulás 2006. évi teljes megszüntetésével számolunk (már év elejétől), valamint a nyugdíjkiadásoknál teljes 13. havi nyugdíjkifizetést tartalmaz.

Az egyéb állami bevételeknél a GDP arányában csökkenéssel számolunk. A kincstári vagyon értékesítéséből, az állami reáleszközök eladásából, s az állami tulajdonú vállalatok befizetéseiből származó ún. központosított bevételek 2004–2005-ben tervezett növekedése ugyanis 2006-ra már nem lesz fenntartható, mivel a piaci áron értékesíthető reáleszközök állománya addigra jelentősen csökken; valamint az állami tulajdonú vállalatoktól az elvonás további növelése már amortizáció pótlásának elmaradását eredményezné.

Továbbá, kockázatalapú pályánk a GFS-egyenleg szintjén a GDP 0,4 százalékát elérő beruházási kiadás-növekedéssel számol, az Európai Unióval a beruházási kiadások adicionalitásáról kötött megállapodásra²⁴ tekintettel. Számításaink szerint, 2005-ben a költségvetési mérlegben elszámolt beruházások szintje nem biztosítja a fent említett megállapodás teljesítését, ezért a 2006. évi költségvetés kiadási oldalán legalább a GDP 0,4 százalékát elérő beruházási kiadási többletet kell előirányozni. A költségvetési szervek támogatásának növekedése elmarad a GDP-arányos szinttől 2006-ban, figyelembe véve a 2005. évi intézkedések teljes éves hatását (különösen az állami bérkiadásoknál).

²⁴ A megállapodás értelmében három év átlagában Magyarországnak teljesítenie kell az előírt területeken (környezetvédelem, közlekedés stb.) a költségvetési kiadásokra minimálisan meghatározott GDP-arányos szintet. A megállapodás azt célozza, hogy a csatlakozó országok ne az EU-forrásokra támaszkodva hajtsák végre költségvetési kiigazításukat, kiadásaik visszafogása révén, hanem az EU-tól származó többletforrások valóban adicionalis forrásokat jelentsenek az új tagországok számára.

IV. 3. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSA

A második negyedévben a folyó fizetési mérleg hiánya 2,1 milliárd euró volt, míg a tökemérleg 80 millió eurós többletet mutatott. A nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye így az előző negyedévhez viszonyítva a GDP arányában 0,5 százalékponttal, 10,3 százalékra növekedett. A finanszírozási igény növekedése időarányosan kismértékben nagyobb, mint amivel az előző jelentésben számoltunk.

A nagyobb külső finanszírozási igény mögött elsősorban a közösségi szektor (az államháztartás és a hozzá kapcsolódó kvázi-fiskális tevékenységek) nagyobb finanszírozási igénye áll. Az első kilenc hónap rendelkezésre álló adatai alapján a széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye korábbi várakozásunkkal szemben várhatóan nem mérséklődik, így nem járul hozzá a külső finanszírozási igény csökkenéséhez.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a II. negyedévben a vártnál is gyorsabban növekedett, és a tavalyi historikus mélypont után a szezonálisan igazított érték 2004 első félévében már megközelítette a GDP 2 százalékát. A lakástámogatási rendszer 2003 végi szigorítását követően a lakáscélú hitelfelvétel a II. negyedévben a várakozásunknak megfelelő ütemben tovább csökkent. Az államilag támogatott lakáscélú hitelfelvétel csökkenése mellett dinamikusan emelkedik a devizaalapú ingatlanhitelek állománya. A lakosság vártnál magasabb pénzügyi megtakarítása mellett a fogyasztás növekedése is meghaladta a prognózist, ami a szektor nagyobb rendelkezésre álló jövedelmére utal.

A vállalati szektor finanszírozási igényét a második negyedévben több, az EU-csatlakozással összefüggő egye-

di tényező is befolyásolta. Az importhoz kapcsolódó áfa befizetési határidejének kitolódása egyszeri transzferként növelte a szektor jövedelmét, ugyanakkor a csatlakozást megelőző készletfelhalmozás a szektor felhalmozási kiadásait térítette el az indokolt szinttől. Ezeknek az egyszeri hatásoknak a kiszűrésével úgy tűnik, hogy a vállalatok beruházási aktivitásának növekedése következtében a szektor finanszírozási igénye 2004-ben – a megelőző két év alacsony értékeit követően – a vártnál gyorsabb ütemben emelkedik.

Várható folyamatok

A teljes nemzetgazdaság 2004-es finanszírozási igénye előrejelzésünk szerint csak kismértékben lesz nagyobb, mint azt korábban vártuk. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya a tavalyi 9 százalékos szint körül alakulhat, ami 7,3 milliárd eurós hiánynak felel meg. 2005-ben a GDP-arányos külső finanszírozási igény 0,8 százalékponttal, 7,7 százalékra csökkenhet. Mivel a GDP 1 százaléknak megfelelő import-áfakiesésre 2005-ben már nem kerül sor, a közösségi szektor finanszírozási igénye a 0,5 százalékpontos keresletbővítő hatás ellenére 0,5 százalékponttal csökken. A GDP-arányos vállalati felhalmozás várhatóan a 2004-es szint körül alakulhat, így a vállalati szektor finanszírozási igénye várhatóan nem fog bővülni, miközben a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása kismértékben tovább emelkedhet. 2006-ban a külső finanszírozási igény tovább mérséklődhet, ennek azonban az a feltétele, hogy az államháztartás finanszírozási igénye a kormányzati terveknek megfelelő mértékben csökkenjen. Mivel hosszabb távon a költségvetésben meglévő determinációk miatt további nagymértékű hiánycsökkentő in-

IV-10. táblázat

A folyó fizetési mérleg és a szektorok finanszírozási helyzete

(a GDP százalékában)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Becslés			Előrejelzés		
I. Államháztartás	-5,0	-9,2	-8,5	-8,5	-8,0	-7,3
II. Magánszektor (=I+2)	-0,7	2,3	-0,5	0,1	0,3	0,6
1. Háztartások	5,1	2,7	0,2	2,1	2,6	2,9
2. Vállalatok	-5,8	-0,4	-0,7	-2,0	-2,3	-2,3
Külső finanszírozási képesség (=I+II)	-5,6	-6,9	-9,0	-8,5	-7,7	-6,8
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-6,3	-7,2	-9,0	-9,0	-8,6	-7,9
- milliárd euróban	3,6	5,0	6,6	7,3	7,7	7,5

tézkedések szükségesek, jelentős a prognosztizálnál nagyobb hiány kialakulásának kockázata.

IV. 3. 1. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

2004 II. negyedévében a nemzetgazdaság 2 milliárd eurós külső finanszírozási igényét szinte teljes egészében a magánszektor – azon belül is meghatározóan a bankrendszer – külföldi forrásbevonása elégítette ki. A bankrendszer külföldről felvett hiteleinek jelentős növekedése a belföldi vállalati szektor és a háztartási szektor bankrendszerrel felvett devizahiteleinek dinamikus bővülésével járt együtt.

Az I. negyedév jelentős növekedését követően a II. negyedévben közel 500 millió euróval csökkent a nem rezidensek tulajdonában lévő állampapír-állomány. Ezt a kiesést részben ellensúlyozta a külföldiek mintegy 300 millió euró nagyságú jelzáloglevél-vásárlása.

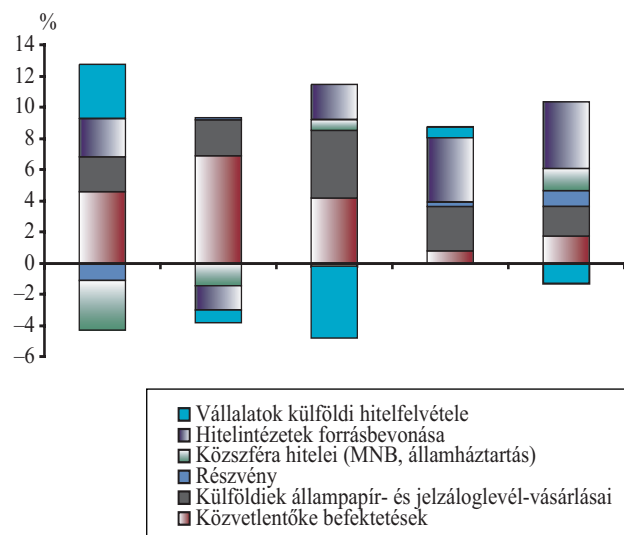
A külföldiek közvetlentőke-befektetései kismértékben csökkentek az előző negyedévhez képest, azonban ennek hátterében főként az újrabefektetett jövedelmek statisztikai számbavételének szezonalitása áll. Ennek hatására a közvetlentőke-befektetések aránya a folyó fizetési mérleg finanszírozásában az I. negyedéves 25 százalékról 13 százalékra esett vissza, azonban az I. félév tekinte-

tében a 18 százalék még mindig magasabb, mint a 2003 hasonló időszakában regisztrált érték. Az év második felében várhatóan ismét növekedni fog a működőtőke-beáramlásnak a folyó fizetési mérleg hiányához viszonyított aránya, így a részvényvásárlásokat is tartalmazó, nem adósságeneráló finanszírozás I. féléves közel 30 százalékos súlyának további emelkedése valószínűsíthető.

IV-4. ábra

A finanszírozás szerkezete

(a GDP arányában)



IV-11. táblázat

A külső finanszírozási igény alakulása

(millió euró)

	2003				2003	2004	2004
	I.	II.	III.	IV.	év	I.	II.
	negyedév				negyedév		
1. Külső finanszírozási igény	-1650	-1806	-1407	-1745	-6608	-1768	-2039
1.1 A folyó fizetési mérleg egyenlege	-1559	-1815	-1419	-1783	-6575	-1705	-2120
1.2 Tőkemérleg egyenlege	-91	9	12	38	-32	-63	81
2. Finanszírozás	4336	194	1605	1005	7140	1635	2441
2.1 Közvetlen tőkebefektetések	-194	266	20	470	562	417	275
2.1.1 Működőtőke-befektetések külföldön	-481	-158	-68	-750	-1457	-252	9
2.1.2 Működőtőke-befektetések Magyarországon	286	423	89	1220	2018	669	266
2.2 Konzolidált államháztartás hitelforgalma	1559	-289	1236	-271	2234	969	60
2.2.1 MNB-hitelforgalom	-116	-541	-771	-421	-1849	-738	-25
2.2.2 Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	947	-12	1146	280	2361	923	658
2.2.3 Külföldiek állampapír-vásárlása	728	264	861	-130	1722	784	-573
2.3 Magán szektor nettó tőkebevonása	2927	126	251	777	4082	106	2010
2.3.1 Hitelintézetek forrásbevonása	2647	-86	320	484	3365	252	1971
2.3.2 Portfóliobefektetések (részvény)	208	39	148	-173	223	326	98
2.3.3 Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	73	173	-217	465	494	-473	-58
2.4 Tévedések és kihagyások egyenlege	45	92	98	29	263	143	96
3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)	2686	-1611	198	-740	532	-133	402

IV. 4. A PPP-MEGOLDÁSOKRÓL MAKROGAZDASÁGI SZEMSZÖGBŐL

A jövő évi költségvetési törvényjavaslat szerint „magán-tőke bevonásával”, ún. PPP formában mintegy 300 milliárd forintos beruházás valósulna meg, további közel 138 milliárd forint állami bevétel pedig a PPP-be átadott eszközök alapján keletkezne. Összességében tehát 2005-ben a költségvetés mintegy 438 milliárd forinttal, azaz a GDP több mint 2 százalékával kerül – első ránézésre – kedvezőbb helyzetbe a PPP-típusú megoldások alkalmazása által.²⁵

Az alábbiakban tekintjük át az ilyen megoldások lehetséges közgazdasági vizsgálati kereteit, illetve alkalmazásának makrogazdasági következményeit.

Az ún. public-private partnership (PPP) megoldások különféle formában valósulhatnak meg, annak függvényében, hogy (1) az érintett állóeszköz beruházását a magánszektor végzi-e, vagy csak meglévő eszközt vesz át, (2) operatív lízing vagy koncesszió formájában jelenik meg, avagy a tulajdonjogot is megszerzi a magánszektor, és ebben az utóbbi esetben a szerződési időszak lejáta után magántulajdonban marad-e az eszköz, vagy átadja az államháztartásnak valamilyen maradványértéken.

A PPP-megoldások közgazdasági vizsgálatok a kockázatok transzferének, államháztartás és magánszféra közti megosztásának módjából és mértékéből kell kiindulni, ez alapján ítéltethető meg, hogy közgazdasági értelemben állami vagy magánberuházásról van-e szó. A kockázatok megosztás vizsgálatok a gyakorlatban leginkább az üzleti számvitel elveire támaszkodhatunk. A magánszektor által elviselt kockázat mérése ugyanis kiemelten fontos az üzleti számvitelben, így annak hasonló ügyletekre (pl. lízingszerződésekre) vonatkozó részletes előírásai jó támpontot nyújthatnak annak megítéléséhez, hogy a kockázat átadása tényleges vagy formális-e.²⁶ Az Egyesült Államokban alkalmazott költségvetési klasszifikációnál a Congressional Budget Office (CBO) is ezek közül emel

ki hat szempontot a PPP-projektek magánszektornál való elszámolásának kritériumaként.²⁷ Egy állóeszköz-beruházásnál a kockázat magánszektor felé való átadása akkor tekinthető ténylegesnek, ha

- az állóeszköz általános célú (azaz nem az államháztartás által specifikált),
- az állóeszköznek piaca van a magánszektorban is,
- az eszköz tulajdonjoga a szerződés ideje alatt a magánpartneré, és később sem kerül állami tulajdonba,
- a szerződésben nincsen alacsony áron történő vásárlási opció,
- a szerződés időtartama nem haladja meg az eszköz becsült élettartalmának 75 százalékát,
- a szerződés időtartama alatt fizetendő minimum bérleti díj jelenértéke nem haladhatja meg a méltányos piaci ár 90 százalékát a szerződés kezdetén.

Az EU-tagországok számára érvényes Eurostat-előírások más szempontok alapján határozták meg, hogy az egyes PPP-projekteket az államháztartáson kívül vagy belül kell elszámolni. Az Eurostat jelenleg érvényes szabályozása – a korábbi vizsgálati szempontokat pontosítva – akkor tekinti az ESA-hiányon kívüli tranzakciónak a beruházást (azaz magánszektorbeli eszköznek a szóban forgó állóeszközt), ha az alábbi két feltétel együttesen teljesül:

- a magánszektorbeli szereplő viseli az ún. építési kockázatot, továbbá
- a szolgáltatás biztosításának, illetve a szolgáltatás iránti kereslet kockázata közül legalább az egyiket.²⁸

²⁵ Részleteket l. a költségvetési törvényjavaslatban: általános indoklás 62–63. oldalát, az általános indoklás mellékletének két tábláját és a fejezeti indoklások közül a központi költségvetés fő bevételeit, azon belül a szöveges indoklás 7. oldalát (letölthető a PM honlapjáról).

²⁶ Például az International Accounting Standards Board (IASB) és a Financial Accounting Standards Board (FASB) megközelítése.

²⁷ The Budgetary Treatment of Leases and Public/Private Ventures, Congressional Budget Office, 2003

²⁸ Építési kockázat alatt a határidővel, többletköltségekkel, váratlan hatásokkal kapcsolatos események kockázatát értik. A szolgáltatás biztosításának kockázata annak elvárt minőségével, jellemzőivel, biztonságával, mennyiségével kapcsolatos bizonytalanságot jelent. Akkor viseli például a magánszereplő ezt a fajta kockázatot, ha a szolgáltatást „vásárló” közszerbeli szereplő által fizetett díj egyértelműen függ a szolgáltatás ilyen jellemzőitől. A kereslet kockázata a szolgáltatás iránti kereslet „természetes” bizonytalanságából (pl. üzleti ciklus, piaci változások stb.) fakad. Akkor viseli például a magánszereplő az ilyen kockázatot, ha a „vásárló” közszerfa által fizetett díj nem függ a szolgáltatás igénybevételétől (azaz átalánydíj-jellegű). Minderről l. az Eurostat „Treatment of public-private partnerships”, 18/2004 sz. döntését (2004. február 11.).

Ha ez a két feltétel nem teljesül, akkor a PPP ún. pénzügyi lízingnek, azaz inkább sor alatti, finanszírozási jellegű ügyletnek minősül, vagyis a jogi formától függetlenül a beruházás visszakerül az államháztartási elszámolások közé. Jelezzük, hogy az IMF értékelése szerint ez az új Eurostat-előírás aggályosnak tekinthető, mert az EU-tagországok PPP-projektjeinek többségét túl könnyen minősíti magánberuházásnak.²⁹

A fiskális konszolidáció szemszögéből a PPP-megoldás és a hagyományos állami beruházás egyik legszembetűnőbb különbsége az, hogy az előbbi az államháztartásban elszámolt kiadások időbeli lefutását jelentősen megváltoztatja. A hagyományos állami beruházásnál inkább az időszak elejére összpontosuló kiadás (először beruházás, később a működtetés és a kamat költsége) helyett a PPP-megoldás a teljes kiadást szétteríti, vagyis az időszak legelején költségvetési megtakarítást eredményez, majd később folyamatosan többletkiadással jár.

Milyen következménye lehet az állami beruházások hagyományos megoldása helyett a PPP-re történő átállásnak? Először is, az átállás évében hirtelen csökken az állami kiadások szintje, hiszen nem jelentkezik a nagyarányú induló beruházási kiadás. Később azonban ez több tekintetben is problémát okozhat. Az egyik probléma az, hogy a jövőben rugalmatlanabb lesz a költségvetés. A múltban a kormányzat elsősorban a beruházások visszafogásával reagált a hiány csökkentése érdekében, a PPP-megoldásokban azonban az ilyen kiadások már előre determináltak. Másrészt a beruházások PPP-formákba történő kiszervezésével fellazul az állam költségvetéskorlátja, hiszen úgy valósítható meg egy államháztartás által kezdeményezett beruházási expanzió, hogy annak rövid távon látszólag minimális explicit fiskális költsége van. Mindez jelentős kontrollproblémát vethet fel, hiszen a gyorsan felépülő (jövőt terhelő) kötelezettségállomány révén lehet a jelenbeli deficitet átmenetileg csökkenteni.³⁰

Külön probléma, ha a beruházások PPP-formákba való áttételének egyszeri hiánycsökkentő hatását a fiskális politika más kiadások növelésére és/vagy adócsökkentésre használja ki, hiszen a PPP-re való áttéréstől csak átmeneti, látszólagos megtakarítások keletkeznek. Az aktuális deficit csökkenése ellenére ugyanis a jövőbeli deficitek „mai pénzben” összegzett ún. nettó jelenértéke alig változik, sőt valószínűleg inkább emelkedik.

A nettó jelenérték alakulása több tényezőtől függ. A PPP-formák révén a magánszektor bevonása eredményezheti a hatékonyság növekedését, amelynek hozadékan – a kockázat megosztásához hasonlóan – osz-

tozhat a magánpartner az államháztartással (ill. a szolgáltatást igénybe vevőkkel). A hatékonyság tartós növeledéséből származó megtakarításnak azonban fedezni kellene bizonyos többletköltségeket is, például a magánfinanszírozás magasabb terheit. Ez utóbbi abból származik, hogy az állam jellemzően kedvezőbb feltételekkel képes hitelhez jutni, mint a magánvállalatok. A hagyományos állami beruházás esetehez képest a beruházás, működtetés és finanszírozás költségei összességében kedvezőbbek vagy kedvezőtlenebbek is lehetnek a PPP-megoldásokban. A gyakorlatban mindkét esetre van példa, habár bizonyos általános tapasztalatok már körvonalazódnak, hogy milyen projektek és hogyan válhatnak hatékonyabbá a PPP alkalmazása révén.³¹ Megfigyelhető például, hogy amennyiben a PPP-formák előtérbe kerülését inkább rövid távú szempontok – nevezetesen a költségvetés átmeneti tehermentesítése – motiválják, akkor a kockázatok átadása részben formális lehet és a hatékonyság kérdése sem kerül előtérbe, azaz inkább magasabb, mint alacsonyabb lesz a beruházás összterhe.

Makrogazdasági szemszögéből a PPP-megoldásokra való áttéréskor – a fent tárgyalt, az időszak egészét jellemző pénzügyi mérlegen túl – vizsgálható egy rövidebb távú makrogazdasági hatás is. Miközben a hivatalos deficitet csökkenti a PPP-megoldásokra való áttérés, az így kezdeményezett beruházások külső egyensúlyra, növekedésre, inflációra gyakorolt hatása lényegében ugyanaz, mint a hagyományos államháztartási beruházásnál, ugyanúgy élénkítik a belföldi keresletet és rontják a külső egyensúlyt, függetlenül attól, hogy azt hagyományos állami beruházás, avagy PPP-formában valósítják-e meg. Más szóval a külső egyensúly nem javítható az államháztartási kiadások olyan csökkentésével, amely egyidejűleg a PPP-típusú beruházásokat növeli. Továbbmenve, elképzelhető, ahogy fent a kontrollprobléma kapcsán említettük, hogy a PPP-megoldásokra való fokozott áttérés időszakában az állami kiadások látszólagos csökkenését a fiskális politika egyéb folyó kiadások emelésére és/vagy bevételek csökkentésére „használja”. Ez esetben az így tovább élénkített belföldi kereslet miatt a PPP-megoldásokra való áttérés (a hagyományos állami beruházási megoldáshoz képest) külső egyensúlyi szempontból nemhogy semleges, hanem negatív hatásúvá válhat.

Összefoglalóan megállapítható, hogy a PPP-megoldás rövid távú, külső egyensúlyra és keresletre gyakorolt hatása megegyezik a hagyományos államháztartási beruházásokéval. A deficit átmeneti – a beruházások kiszervezése révén kimutatott – csökkenése tehát rövid távon nem jár makrogazdasági stabilizációval, hiszen tényleges kiigazítás nem történik.

²⁹ L. Public Investment and Fiscal Policy, IMF, 2004. március 12. (letölthető az IMF honlapjáról).

³⁰ Az Állami Számvevőszék több szempontból is vizsgálta a 2005-re előirányzott PPP-megoldásokat, I. Vélemény a Magyar Köztársaság 2005. évi költségvetési javaslatáról, ÁSZ, 2004. október, 4.4 fejezet.

³¹ L. IMF, Public-Private Partnerships 2004. március 12. (letölthető az IMF honlapjáról).

IV. 5. KÉRDÉSEK A LAKOSSÁGI VISELKEDÉS VIZSGÁLATÁBAN

2004 I. FÉLÉVÉBEN

2004 első nyolc hónapjában a bruttó átlagkeresetek mintegy 7 százalékkal bővültek (az előző év azonos időszakához képest), ami – figyelembe véve az időszak átlagosan 7,1 százalékos inflációs rátáját – az idei évre gyakorlatilag stagnáló bruttó reálbér-növekedést eredményezett. Ugyanekkor 2004 első félévében a háztartások fogyasztási kiadásai reálértéken több mint 4,4 százalékkal haladták az előző év hasonló időszakának adatait, mialatt az elmúlt évben szinte teljes elapadó pénzügyi megtakarításoknál az év eleje óta jelentős és tartósan tűnő javulást regisztrálhatunk (2004 első félévében mintegy 180 milliárd forint volt a szektor nettó pénzügyi megtakarítása). Elfogadva a lakásberuházások mértékének az előző évi folyamatok által predeterminált voltát³², az idei év lakossági jövedelmi, illetve felhasználási folyamatai jelenleg több problémával is szembesítheti az elemzőket.

Ennek megfelelően jelen elemzésünkben két kérdésre igyekszünk választ kapni: egyrészt, hogy mi állhat az első félévben ismét gyorsulást mutató lakossági fogyasztási adatok hátterében, azaz tartósan megtörhet-e az elmúlt évben tapasztalt fogyasztásslassulás; másrésztől milyen jövedelemfolyamatokkal lehetnek konzisztensek az idei év első felének lakossági fogyasztási-megtakarítási döntései.

Egyedi hatások a lakosság fogyasztási kiadásaiban

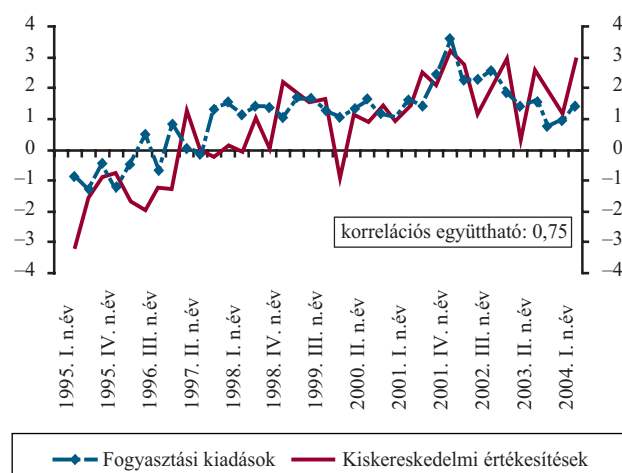
A vásárolt lakossági fogyasztás alakulása – már csak a statisztikai számítás módszertanának következtében is – szoros kapcsolatban van a kiskereskedelmi értékesítések változásaival. Ezen kapcsolatból kiindulva érdemesnek találtuk a kiskereskedelmi értékesítések tevékenységcsoport szerinti idősorait az alapján megvizsgálni, hogy tapasztalhatunk-e valamely idősorban az idei évre a korábbiaktól lényegesen eltérő lefutást (pl. hirtelen növekvő volatilitást).

Eredményeink a kiskereskedelmi értékesítések egyik legnagyobb súlyú tételének (a 2003. évi adatok alapján

IV-5. ábra

Lakosság fogyasztási kiadások és a kiskereskedelmi értékesítések alakulása

(negyedéves növekedési ütem, szezonálisan igazított adata)



mintegy 17 százalékos) a gépjármű- és járműalkatrészek idősorára irányították a figyelmet. Mivel ezen csoport nagy részét (több mint háromnegyedét) az autógyártók értékesítései adják, ezért további vizsgálatainkat az autógyártók értékesítési adatain végeztük el (lásd IV-6. ábra). Az autógyártók eladásai 2004 első három negyedévében alig 0,2 százalékkal (a relatív árakat is figyelembe véve mintegy 1,7 százalékkal) növekedtek. Ezen növekedés azonban rendkívül egyenlőtlenül oszlott el a három negyedév között. Az első negyedév erős visszaesését egy historikusan is kiugróan lendületes második negyedév követte, majd pedig ismét egy szignifikáns visszaesés következett. Bár a lakossági (reál)jövedelmek növekedésének mérséklődése, illetve az autógyártók fokozatos telítődése egyébként is az autógyártók értékesítések dinamikájának lnyhulását eredményezné, ám a tapasztalt volatilitás csakis egyedi, torzító hatások eredménye lehetett. Megítélésünk szerint ezen torzítás döntően a regisztrációs adó idei bevezetésének, illetve módosításának, valamint a májusi EU-csatlakozás okozta bizonytalanság következménye lehetett.

³² Az idei évi lakossági beruházásokról feltételezzük (ezt korábbi tapasztalataink meg is erősítették), hogy szoros kapcsolatban lehetnek az előző évben kiadott lakásépítési engedélyek számával. Mivel tavaly a kiadott lakásépítési engedélyek száma mind szintjét, mind pedig növekedési ütemét tekintve rendkívül dinamikus emelkedett, ezért becsléseinkben még az idei évre is élénk lakossági beruházásokkal számolunk. Ezen prognózisainkat az aktuális jelentés elkészítéséig beérkezett egyidejű indikátoraink (épített lakások száma; bútort-, építőanyag- és egyéb háztartási cikkek értékesítések kiskereskedelmi forgalma; felvett deviza-lakáshitelek nagysága) is megerősítették.

A regisztrációs adó ez év februári bevezetése az új értékesítések esetében gyakorlatilag minden kategóriában az adóterhelés mérséklődését, a használt autók esetében viszont az árak – adó miatti – emelkedését eredményezte. Ebből következően az újautó-eladásoknak az év elejei – vártnál nagyobb mértékű – megtorpanását jellemzően kínálati tényezők okozhatták (szakértői információk alapján: elégtelen kereskedői készletek miatt növekvő várakozási idő, illetve a forgalomba helyezéshez kapcsolható regisztrációs problémák).

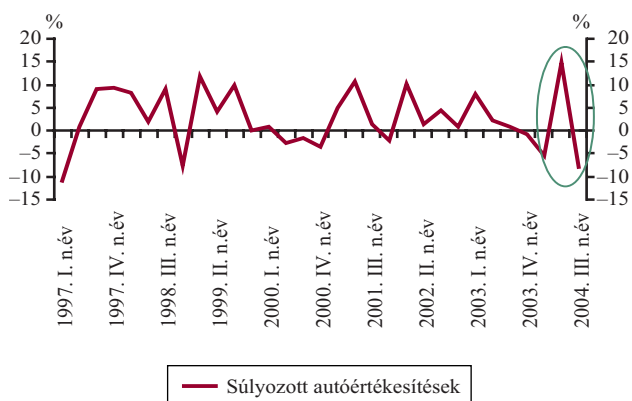
A regisztrációsadó-tábla 2004. május közepén hatályba lépő módosításai döntően valamennyi kategória esetében az árak emelkedését okozták (különösen nagy volt az árváltozás a nagy értékű autók esetében). Ezért különösen az áprilisi hónapban a gépjármű-értékesítéseknek korábban nem tapasztalt dinamikus növekedését tapasztalhattuk, ami részben az első negyedév áthúzódo értékesítéseinek, részben pedig a várható áremelkedések hatására felfokozódó vásárlási kedv eredménye. A megugró kereslethez lassabban alkalmazkodó kiskereskedelmi kínálat eredményeként – a továbbra is jelentős várakozási idő hatására – az élénk dinamika még májusban és júniusban is jellemző volt.

Szignifikáns lassulást a harmadik negyedévben tapasztalhattunk, ám az erőteljes negatív index itt is a második negyedévre előrehozott vásárlásokra utalhat. Becsléseink szerint a szabályozóváltozásokból adódó torzítás ezen kiskereskedelmi értékesítési adatok esetében 2004 első negyedévében mintegy (-11)-(-13) milliárd forint, 2004 második negyedévében +16-20 milliárd forint, a

IV-6. ábra

A gépjárműimportőrök értékesítéseinek alakulása*

(negyedéves növekedési ütem, szezonálisan igazított adatok)



*Súlyként a különböző (alsó, közép, felső) kategóriáknak az alsó kategóriához viszonyított relatív árakat használtuk.
 Forrás: (volumen) Magyar Gépjárműimportőrök Egyesülete, (árinдекс) MNB-becslés.

harmadik negyedévben pedig (-5)-(-7) milliárd forint lehetett.

További lényegi torzítást okozhatott a számítástechnikai értékesítésekhez kapcsolódó állami támogatások (Sulinet program) július 1-jén hatályba lépő szigorítása is. A korábbi kedvezmények felhasználása következtében a júniusi forgalom több mint 3-szorosa volt az idei év első öt hónapjára jellemző átlagos értékesítési adatnak. A számítógép-értékesítések módosuló állami támogatásának a fogyasztói döntések időzítéséből adódó hatása, becsléseink szerint 2004 második negyedévében +2-3 milliárd forint, míg a harmadik negyedévben mintegy (-2) milliárd forint lehetett.

A fogyasztási dinamikát torzító főbb tételek hatásait az alábbi táblázatban összegeztük:

IV-12. táblázat

Becsléseink a lakosság fogyasztási kiadásait érintő torzító hatásokra

(milliárd forint)

	2004. I. n.év	2004. II. n.év	2004. III. n.év
Autóértékesítéseket érintő szabályozóváltozások	(-11)-(-13)	16-20	(-5)-(-7)
Sulinet program feltételeinek változása	-	2-3	-2
Összesen	(-11)-(-13)	18-23	(-7)-(-9)

A torzítás második negyedéves mértéke megközelítheti a szektor (folyó áron) mért fogyasztási kiadásainak 1 százalékát, míg az első negyedév fogyasztásadata a torzítások nélkül ezen mértéknek a felével lehetett volna nagyobb. Ugyanakkor megjegyezzük, hogy az említett torzítások nélkül is a 2003-ban lassuló fogyasztás dinamika ez évi megtörését tapasztalhattuk volna (a jelenlegi látványos felívelés helyett inkább stagnáló negyedéves növekedést), ám a fogyasztás első féléves növekedése így is lényegesen magasabb lett volna a szakértői várakozásoknál³³, illetve a bérfolyamatok által indokolt mértéknél.

A lakossági jövedelmek keletkezése, illetve felhasználása 2004 első félévében

A háztartások nettó kereseteinek reálértéke – becsléseink szerint – 2004 első félévében mintegy 0,4 százalékkal haladta az előző év hasonló időszakának adatait, míg a lakosság számára kifizetett pénzbeni juttatások (reál)növekedési üteme 9,4 százalék volt. Így e két jövedelemtétel első féléves növekedési üteme (3,7 százalék) jelentősen elmarad az elmúlt három év átlagosan évi 9,5 százalékos dinamikájától.

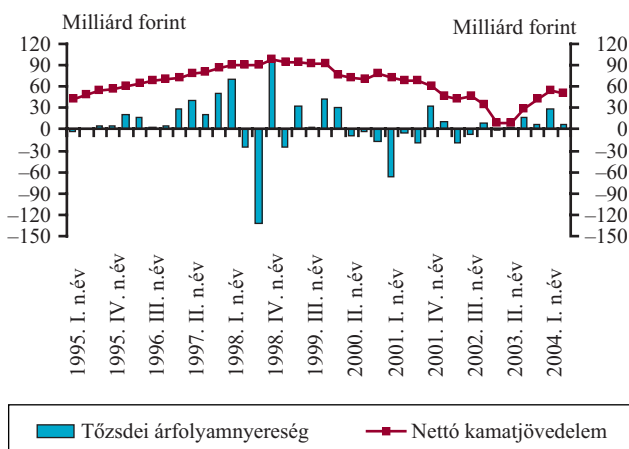
³³ A Consensus Economics által 2004 első félévében végzett felmérések átlagai a lakosság 2004-es fogyasztási kiadásait illetően 2,7 és 2,9 százalékos éves növekedés között változtak.

Az említett jövedelemfolyamatok ismeretében már önmagában az is érdekes, hogy ezen időszak alatt a szektor fogyasztási célú kiadásait több mint 4,4 százalékkal növelte. Ugyanakkor, ha figyelembe vesszük, hogy az első két negyedévben a háztartások nettó pénzügyi megtakarításai közel 180 milliárd forintra emelkedtek (ugyanezen adat 2002-ben 130 milliárd, míg 2003-ban –80 milliárd forint volt), valamint, hogy a felhalmozási kiadások vélhetően továbbra is élénken növekedtek³⁴, akkor már határozott eltérést tapasztalhatunk a lakossági viselkedést jellemző felhasználási, illetve jövedelemoldali folyamatok között.

A lakosságjövedelem-mérleg bevételi és kiadási oldala között feszülő ellentétet, megítélésünk szerint csakis a lakosság ún. egyéb jövedelmeinek vártnál nagyobb mértékű növekedése képes feloldani. Ezen jövedelemkategória teszi ki a lakosság rendelkezésre álló jövedelmeinek mintegy 30 százalékát, amely döntően *tulajdonosi jövedelmekből* (kamat-, osztalékbevételek, bérleti díj), illetve a háztartások egyéni vállalkozóként végzett tevékenységei során keletkező nyereségeiből (vegyes jövedelem) adódhatnak.

IV-7. ábra

A lakosság kamatjövedelmeinek és tőzsdei árfolyamnyereségének alakulása*



*Az árfolyamnyereséget a tőzsdei részvények állományváltozásának és tranzakcióinak különbségeként számítottuk. Kamatjövedelmek, illetve -kiadások tartalmazzák az infláció miatti kamatkompenzációt is. Forrás: Nemzetgazdaság pénzügyi számlái, MNB.

Az elmúlt év második felében emelkedő reálkamat szint hatására a lakosság nettó kamatbevételei 2004 első felében becsléseink szerint mintegy 90 milliárd forinttal haladhatták meg a tavalyi év hasonló időszakában realizált értéket. Ugyanakkor, köszönhetően a Budapesti Értéktőzsdén bekövetkező idei élénkülésnek, a szektor

részvénybefektetéseinek keletkező árfolyamnyereség több mint 35 milliárd forint volt (2003. azonos időszakának értéke 1,6 milliárd forint), amely vélhetően nem azonnal növelte a lakossági jövedelmeket, ám hozzájárulhatott a részvényeket birtokló háztartások fogyasztási-felhalmozási viselkedésének fellazulásához. Számításaink szerint idén a lakosság kamatokból, illetve tőzsdei árfolyamnyereségből származó jövedelme mintegy 125 milliárd forinttal is meghaladhatja az előző év hasonló időszakának értékeit.

A tulajdonosi jövedelmek említett élénkülését az egyéni vállalkozások útján szerzett ún. vegyes jövedelmek is tovább növelhették. Ezen jövedelmek több mint 14 százaléka (2002-es adat alapján) az *építőiparban* keletkezik, ami – figyelembe véve a még az idei évben is élénk lakáspiaci konjunktúrát – még 2004 első felévére is jelentős lakossági hozzáadott értéket feltételez. Az egyéb jövedelmeken belül hasonlóan nagy súlyú ágazat (közel 25 százalékos) az ún. *ingatlanügyletek és egyéb gazdasági szolgáltatások*, amely a kifejezetten nagy bruttó hozzáadott értékkel (ugyanakkor relatív alacsony ráfordításokkal) rendelkező szellemi tevékenységet végzők (gazdasági, illetve jogi tanácsadás, ingatlanforgalmazás, informatika stb.) is szintén pozitívan járulhattak hozzá a vegyes jövedelmek ez évi alakulásához.

Az idei évben a költségvetésen keresztül is jelentős pozitív hatások érhetők a háztartások egyéb jövedelmeit. Magyarország EU-csatlakozásával 2005-től már a magyar mezőgazdasági termelők is jogosultak az unió föld(terület)alapú agrártámogatásaira (amit a magyar állam is megfelelő mértékben kiegészít). Ezen támogatások egy részét a gazdák faktorálás útján már az idei évben is megszerezhették. További többletjövedelmet jelent az elmúlt évben gyakorlatilag megduplázódó támogatott lakáshitel-állomány után 2004-ben még változatlan feltételek mellett igénybe vehető adókedvezmények is. (Megjegyezzük, hogy ezen adókedvezmények nem teljes egésze érintheti a 2004-es lakossági fogyasztási-megtakarításai döntéseket, hiszen a kedvezmény terhére már a tárgyidőszaki adóbefizetések mértéke is csökkenthető.)

Szintén pozitív irányú jövedelemsokkot okozhatott az egyszerűsített vállalkozói adó (eva) 2003-as bevezetése, ami a korábban az államot illető indirektadó-bevételek egy részének a lakosság körében (megosztva a vállalkozói szektorral) történő realizálódását eredményezhette. Ezen feltevésünket a fogyasztási dinamikától fokozatosan növekvő mértékben elszakadó (evával is korrigált) költségvetési áfabevételi adatokra alapozzuk.

³⁴ A 2003. évben dinamikus növekvő támogatott lakáshitel-felvételek következményeként az idei év első kilenc hónapjában az épített lakások száma több mint 45 százalékkal magasabb, mint az előző év azonos időszakában volt. Bár a növekedés részben bázishatások (kedvezőtlen időjárás a tavalyi év első felében) eredménye, ám az átadott lakások száma így is közel 20 százalékkal haladhatja meg a 2003-as év historikusan is magasnak (a rendszerváltást követő időszak legmagasabb értéke) tekinthető értékét.

IV-13. táblázat**A lakossági egyéb jövedelmeket érintő, számszerűsíthető hatások nagysága**

(milliárd forint)

	2003	2004
Nominális (nettó) kamatjövedelmek*	88,8	212,3
EU-s agrártámogatások**	-	74,6
Lakáshitelek után igénybe vett adókedvezmények	17,3	31,2
Összesen	106,1	318,1

*MNB-becslés, a kamatbevételek, illetve -kiadások az infláció miatti kamatkompenzációt is tartalmazzák.

** Az agrártámogatások elosztásához a KSH legfrissebb, mezőgazdasági művelés alá vont vetésterület-statisztikáinak a gazdálkodási formák alapján vett megoszlási számait használtuk (egyéni vállalkozók 58,2 százalék).

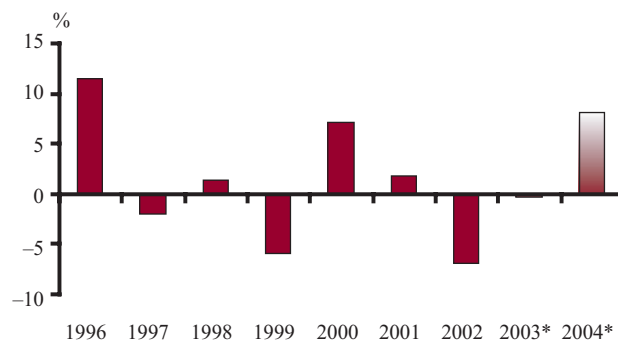
Összegezve az említett jövedelem-, illetve felhasználási oldali hatásokat, megállapítjuk, hogy a háztartások 2004-es fogyasztási-megtakarítási döntéseit csakis az egyéb jövedelmeknek a historikus átlagot lényegesen meghaladó mértékű bővülése mellett tartjuk finanszírozhatónak. Az általunk leglényegesebbnek tartott számszerűsíthető jövedelmek 2004-ben akár mintegy 212 milliárd forinttal is meghaladhatják az előző év hasonló forrásból származó bevételeit, ami kiegészülve a kedvező értékpapír-piaci fejleményekkel, valamint az egyszerűsödő vállalkozói adórendszerben (lásd eva)

képzett jövedelmekkel, a vártnál aktívabb fogyasztási-megtakarítási viselkedést eredményezhetett.

Az aggregált egyéb jövedelmekre vonatkozó becslésünket az alábbi ábrán prezentáljuk. Végezetül megemlítjük, hogy a vártnál magasabb jövedelmek ellenére a szektor fogyasztási hajlandósága a 2003. év eleji csúcsot követően szinte alig mérséklődött és EU-összehasonlításban még jelenleg is rendkívül magasnak ítélnél.

IV-8. ábra**A lakosság egyéb jövedelmeinek alakulása reálértéken**

(éves növekedés)



* Az egyéb jövedelmeket 2002-ig a KSH által publikált rendelkezésre álló jövedelem, pénzbeli társadalmi juttatások, illetve az MNB által számított (nettó) keresettőmeg különbségeként számítottuk, a 2003–2004. évi adat MNB-becslés.

IV. 6. HOGYAN HATNAK A MAKROGAZDASÁGI HÍREK A PÉNZPIACRA?

A pénzpiacokat folyamatosan érik különböző forrásból fakadó impulzusok. A forint árfolyamát és a hazai állampapírok hozamait a magyar gazdaság helyzetével kapcsolatos információk, nemzetközi pénz- és tőkepiaci fejlemények, valamint regionális hatások együttesen alakítják. A közgazdasági elemzők gyakran a makrogazdasági események segítségével próbálják magyarázni, illetve előrejelezni a pénzpiaci folyamatokat, hiszen az árfolyamok meghatározásában szerepet játszó befektetők, befektetési döntéseik meghozatalánál kiemelt jelentőséget tulajdonítanak annak, hogy egy adott országban milyen állapotban van a gazdaság. A javuló, illetve romló fundamentumok jelentős mértékben hozzájárulhatnak a befektetőknek az ország fizetőeszközével, állampapíraival, egyéb befektetési lehetőségeivel szembeni bizalmának erősödéséhez vagy megingásához. Alapvetően ez a bizalom határozza meg, hogy a befektetők milyen áron, vagyis milyen árfolyam és kamatszint mellett hajlandóak befektetni az országban. A befektetők élénk figyelemmel kísérik a gazdaság állapotára vonatkozó adatok alakulását, és egy-egy új információ hatására átértékelhetik korábbi véleményüket, átrendezhetik portfóliójukat, s ez tükröződhet aztán a hazai fizetőeszköz értékében és az állampapír-piaci hozamokban is.

Nemrégiben megjelent tanulmányunkban³⁵ a legfontosabbnak tartott gazdasági adatok – a fogyasztóiár-index, az ipari termelőiár-index, a bruttó hazai termék növekedési üteme (GDP), a fizetésimérleg-egyenleg, az ipari termelés növekedése, a foglalkoztatottság és munkanélküliség, az államháztartás hiánya – publikálásának piaci hatását vizsgáltuk meg. E hét adat mellett az MNB által megjelentetett „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadvány, és a Reuters elemzői felmérések közzétételének hatását is bevontuk a vizsgálatba. Ahol ez lehetséges volt, összefüggést kerestünk az adat elemzői várakozásoktól való eltérése, azaz a meglepetés mértéke és a pénzpiacon bekövetkezett hatás között. A kapott eredményeken nagyobb gyakoriságú (kétpercenkénti) árfolyamadatok használatával és a kiugró esetek kiszűrésével finomítottunk.

Eredményeink a magyar adatokon visszaigazolják a nemzetközi tapasztalatokat. A pénzpiacra a közölt adatok nagysága csak kismértékben hat, a mérvadó hatást az adatok várakozásoktól való eltérése, az információ váratlan része gyakorolja. Ennek oka, hogy az új adatra vonatkozó várakozások, az ezekből származó információk folyamatosan beépülnek a piaci árakba, árfolya-

IV-14. táblázat

A vizsgált adatközlések jellemzői

Közzététel	Közzétett adatok száma az időszakban	Közzététel gyakorisága	Közzététel időpontja	Publikáló szerv
Fogyasztóiár-index	31	havi	9:00	KSH
Ipari termelőiár-index	30	havi	9:00	KSH
GDP	10	negyedéves	9:00	KSH
Folyó fizetési mérleg	30	havi	8:30	MNB
Ipari termelés	31	havi	9:00	KSH
Foglalkoztatottság és munkanélküliség	31	havi	9:00	KSH
Államháztartás hiánya	31	havi	változó	PM
Inflációs jelentés	10	negyedéves	14:00	MNB
Rendszeres Reuters elemzői felmérés	31	havi	változó	Reuters
Rendkívüli Reuters elemzői felmérés	15	változó	változó	Reuters

³⁵ Kiss M. Norbert: A makrogazdasági hírek hatása a pénzpiacra, MNB Műhelytanulmányok 30., 2004

mokba. Ily módon a következő közlésnél az árfolyamra és hozamokra az adat váratlan része, a meglepetés gyakorol hatást. Elsősorban akkor sikerült az új információk hatását kimutatnunk, amikor elég rövid időszakot választottunk az egyéb hatások kiszűréséhez, illetve más esemény nem befolyásolta a változást – ami részben szintén összefügg az időszak rövidségével. A tapasztalatok alapján a vizsgált gazdasági adatok jól elkülöníthető csoportokba oszthatóak.

A pénzpiacot leginkább befolyásoló adatok: infláció, GDP, fizetési mérleg

Az első csoportot a fogyasztóiár-index, a bruttó hazai termék (GDP) növekedési ütem és a folyófizetésimérleg-egyenleg adatközlései alkotják, amelyeknek kimutatható hatásuk van a pénzpiacra. Ezen adatok közlése a legtöbb esetben lényegesen nagyobb elmozdulást okozott a forint árfolyamában és az állampapír-piaci hozamokban, mint ami az adatközlés nélküli napokon volt tapasztalható. Azon túl, hogy a pénzpiac láthatóan érzékenyebb ezen bejelentésekre, az árfolyam és a hozamok változása elsősorban az adatok váratlan részével mutat erős kapcsolatot, vagyis a pénzpiaci folyamatok szempontjából főként az adatnak a publikált elemzői várakozásoktól való eltérése a meghatározó, és nem az abszolút nagysága. E három adat esetében mind a várakozásoktól való eltérés iránya, mind a mértéke befolyásoló hatással van az árfolyam- és hozammozgás irányára és mértékére.

Az árfolyam esetében az új információ hatása rövid ideig, leginkább a bejelentést követő néhány órában mutatható ki. Egynapos időtávot vizsgálva már nem volt statisztikailag kimutatható a kapcsolat, a hatás megszűnt, az árfolyam visszatért arra a szintre, amelyet a gazdaság általános állapota, a külső és belső egyensúlytalanság mértéke, továbbá az adott időszaki regionális és nemzetközi piaci tendenciák együttesen indokoltak. Amikor kiszűrtük a mintából azokat a napokat, amelyeken az adatközlés mellett más fontosabb esemény is alakította az árfolyamot, akkor az összefüggés a napi változásokat tekintve is fennmaradt.

A tapasztalatok arra engednek következtetni, hogy a vizsgált időszak jelentős részében (különösen a 2002. év folyamán) a piac hitelesnek tekintette az MNB azon törekvését, hogy az alacsony infláció elérése érdekében erős árfolyamszintet kíván fenntartani. Az árfolyamra vonatkozó várakozásokat valószínűleg ez a piaci nézet orientálta, és emiatt a gazdasági adatok csak rövid ideig voltak képesek hatást gyakorolni a forint árfolyamára.

A gazdaság helyzetével kapcsolatos új adatok megjelenése a hosszú lejáratú, a költségvetés kamatkiadása szempontjából kulcsfontosságú, éven túli lejáratú állampapírok hozamaira tartósabban hatott, az összefüggés az egynapos változásokat tekintve is kimutatható volt. A

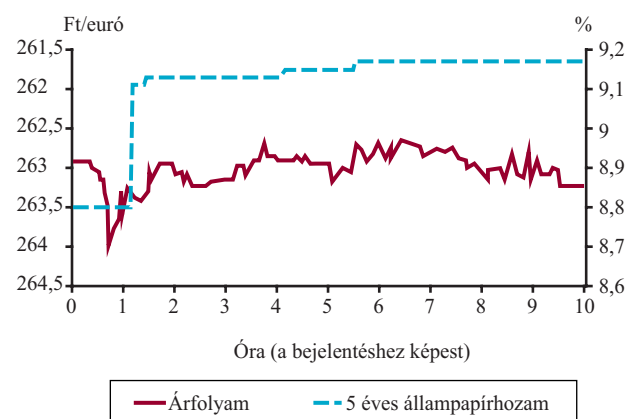
kapcsolat szorosságát a kirívó értékek mintából való kiszűrése sem módosította lényegesen. A hosszú lejáratú állampapírok hozamaira gyakorolt hatás az átlagnál erőteljesebb: egyrészt szorosabb volt az adat váratlan részével való kapcsolat, másrészt ugyanolyan mértékű meglepetés nagyobb változást okozott a hosszú futamidejű papírok hozamaiban, mint a rövid lejáratú állampapírok hozamaiban.

Az új információnak a forint árfolyamára és hosszú lejáratú állampapírok hozamára gyakorolt eltérő hatását jól illusztrálják például a 2003. októberi folyófizetésimérleg-adat publikálását (2003. december 12.) követő folyamatok. A bejelentett adat hatására, ami lényegesen rosszabb lett a várakozásoknál, a forint árfolyama gyors gyengülésnek indult, de néhány óra elteltével korrigált és hasonló szintre tért vissza, mint ahol a bejelentés előtt tartózkodott. Ezzel szemben az ötéves hozamban lassabban, viszont tartósabban mutatkozott meg a hatás: a magasabb hozamszint a nap folyamán nemcsak fennmaradt, hanem még kismértékben tovább is emelkedett.

IV-9. ábra

Az árfolyam és az 5 éves hozam napon belüli alakulása 2003. december 12-én

(Folyófizetésimérleg-adat: -469 euró, piaci várakozások: -300 euró)



Az új adatok publikálásának kimutatható hatása ellenére is úgy tűnik, hogy egy-egy adat megjelenése önmagában inkább csak ideiglenesen és kismértékben hat az árfolyamra és a hozamokra. Tartós elmozdulás akkor következik be, ha több egymást erősítő adat hatására megváltozik a piac értékelése a gazdaság általános állapotáról, és az új helyzetben a várható jegybanki reakciókat is másképpen ítélik meg.

A pénzpiacra kimutatható hatással nem bíró adatok: ipari termelés, államháztartás hiánya

A második csoportba tartozik az ipari termelés és az államháztartás hiánya, amelyek esetében nem volt tapasztalható hasonló összefüggés, az új információ meg-

lepetés részével való kapcsolat nem volt statisztikailag kimutatható. Emögött az húzódhat meg, hogy a költségvetés alakulását illetően az elemzői felmérés és az adatközlés között is folyamatosan és sűrűn jelennek meg információk (ilyenek például a Pénzügyminisztérium havi prognózisai, vagy a gyakori hírek a különböző kormányzati intézkedésekről, amelyek érintik a költségvetést), így az új információ hatása nem koncentráltan, a közzététel idején jelentkezik. Az ipari termelés esetében az elemzői előrejelzések legtöbb esetben jelentősen eltérnek a tényértéktől, így lehetséges, hogy nincs kiténtetett szerepe a várakozásoknak és emiatt nem mutatható ki összefüggés.

A többi adat (ipari termelőiár-index, munkanélküliség stb.) esetében maga az adatbejelentés nem befolyá-

solta kimutatható mértékben az árfolyamot és a hozamokat, az elemzői előrejelzések hiányában pedig nem volt lehetőség a várakozásoktól való eltérés vizsgálatára.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a forintárfolyam és az állampapír-piaci hozamok alakulása a magyar gazdaság helyzetét, valamint a nemzetközi és regionális piaci helyzetet egyaránt tükrözi. Az elmúlt időszakban a gazdasági növekedés, az infláció és a fizetési mérleg adata gyakorolt jelentős hatást a pénz- és devizapiacra. Míg a gazdasági adatok árfolyamra gyakorolt hatása a legtöbbször átmenetinek bizonyult, addig az éven túli állampapír-hozamokat tartósan megemelte a gazdaság egyensúlytalanságával kapcsolatos bizonytalanság.

IV. 7. KAMATÁTGYŰRŰZÉS MAGYARORSZÁGON

IV. 7. 1. HOGYAN REAGÁLNAK A BANKI KAMATOK A PIACI HOZAM VÁLTOZÁSAIRA?

A monetáris transzmisszió egyik legfontosabb csatornájának, a kamatcsatorna működésének egyik kulcskérdése, hogy a jegybank milyen mértékben tudja befolyásolni a gazdasági szereplők számára releváns hozamokat és kamatokat, mindenekelőtt a pénzügyi közvetítésben főszerepet játszó kereskedelmi banki kamatokat.

A kamatcsatorna alapvetően három mechanizmuson keresztül fejt ki a beruházásokra és a fogyasztásra gyakorolt hatását. A vállalatok és háztartások kamatváltozásra adott reakciója egyrészt függ a (reál) kamatváltozás által előidézett *helyettesítési hatás* nagyságától, vagyis az egyéb megtakarítási és kiadási tételek alternatív költségének változásától. A kamatszint változása megváltoztatja a gazdasági szereplők kamatkiadásait, illetve -bevételeit, vagyis a nettó pénzügyi jövedelmét (*jövedelmi hatás*). Végül hatással van a reál- és pénzügyi eszközök piaci értékére, s ezáltal a gazdasági szereplők vagyonára (*vagyonhatás*). A jövedelmi és a helyettesítési hatás erősségét is jelentős mértékben befolyásolja, hogy a jegybanki kamatlábak változására *milyen sebességgel és milyen mértékben reagálnak a banki kamatok*.

Ezt a kérdést, vizsgálja frissen megjelent tanulmányunk, (MNB-füzetek 2004/8 Horváth Csilla–Krekó Judit – Naszódi Anna: Kamatátgyűrűzés Magyarországon), amelyben hibakorrekciós modellek segítségével vizsgáljuk a rövid piaci hozam kereskedelmi banki forint hitel- és betéti kamatokba való átgyűrűzésének sebességét és mértékét, az 1997–2004-es időszakra vonatkozóan. Mivel a tapasztalatok szerint a jegybanki kamat és a rövid piaci hozamok közötti transzmisszió – a jegybanki és a piaci eszközök közötti arbitrázslehetőségnek köszönhetően – gyors és hatékony, a bankközi kamatokra vonatkozó következtetéseinket kiterjeszhetjük a jegybanki lépésekre vonatkozóan is.

Ökonometriai elemzésünk alapján egyértelmű különbség mutatkozik a vállalati és a lakossági kamatok árazá-

sában: a vállalati hitelek és betétek esetén a hosszú távú alkalmazkodás mértéke nagyobb, az alkalmazkodás pedig gyorsabb, mint a lakossági szegmensben. Csak a rövid vállalati hitelek esetén beszélhetünk egyértelműen teljes átgyűrűzésről, a többi instrumentum esetén az igazodás még hosszú távon sem teljes. A rendkívül magas spreadet tartalmazó fogyasztásihitel-kamatok az alkalmazkodás sebességének tekintetében azonban kirívóan tökéletlen átárazási magatartást mutatnak, ami a lakosságihitel-kereslet alacsony kamatérzékenységét mutatja.

A rövid vállalati hitelekre vonatkozóan az európai országokra készült elemzések azt mutatják, hogy a hosszú távú alkalmazkodás az esetek nagyobbik részében közel 100 százalékos vagy még nagyobb, bár például Franciaországra, Ausztriára, Németországra vonatkozóan is készültek olyan elemzések, amelyek szerint a rövid hitelkamatlábak alkalmazkodása még hosszú távon is távol van a teljestől. A rövid távú alkalmazkodás tekintetében a forinthitelek kamatának igazodása pedig kifejezetten gyorsnak tekinthető; az euróövezet egészére vonatkozó legfrissebb EKB-elemzés³⁶ szerint az első periódusban az igazodás maximum 50 százalékos, míg elemzésünkben e szám 60-80 százalék körül volt.

A betéti kamatokra, illetve a lakossági hitelekre vonatkozóan jóval kevesebb vizsgálat készült, de nem ritka eredmény, hogy e kamatok esetén az alkalmazkodás még hosszú távon is csak 40-70 százalékos (például De Bondt, 2002). Ennek ellenére a forint fogyasztási hitelek kamatai még nemzetközi összehasonlításban is rugalmatlannak tűnnek.

Az aggregált és az egyedi banki adatokon becsült TAR- („küszöb”) modellek segítségével a bankok árazási viselkedésében lévő esetleges aszimmetriákat, vagyis azt is vizsgáltuk, hogy a banki kamatok reakciója eltér-e a különböző méretű, előjelű, illetve változékonyságú hozamváltozások esetén. Eredményeink szerint a banki kamatok alkalmazkodása függ az egyensúlyi értéktől való eltérés, valamint a hozamváltozás mértékétől is. Az átárazás szignifikánsan gyors-

³⁶ De Bondt (2002): Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level, ECB Working Paper No. 136.

sabbnak bizonyul egy bizonyos küszöbérték felett, amit a menü költségek jelenléte indokolhat. Az átárazás sebességét a hozamsokkok iránya is befolyásolja: a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban azt találtuk, hogy a vállalati hitelkamatok lefelé rugalmatlanabbak. A hitelkamatok lefelé, a betéti kamatok felfelé való rugalmatlansága várható egy profitmaximalizáló bank esetén, amely megpróbálja kihasználni a hitelkereslet és a betétkínálat rugalmatlanságát. Tekintettel azonban arra, hogy a bankok közötti verseny a vállalati üzletágban erősnek mondható, az eredmények valamelyest meglepőek, csakúgy, mint az az eredményünk, hogy a lakossági betétek a hozamemelkedésre gyorsabban reagálnak, mint a hozamcsökkenésekre. Az eredményekre azonban magyarázatot adhat az a tény, hogy a hozamemelkedések mértéke átlagosan nagyobb volt, mint a hozamcsökkenéseké, s a mérethatás dominálja az előjelhatást. Megpróbáltuk megmérni a hozamvolatilitás kamattágyűrűzésre gyakorolt hatását is, becsléseinkben azonban nem különíthető el az a hatás, amit a magasabb hozamvolatilitás a várakozásokra gyakorol, attól a hatástól, hogy a nagyobb méretű hozamváltozások nagyobb alkalmazkodást implikálnak. Eredményeink szerint az igazodás sebességét meghatározó két paraméter valamelyike, vagy mindkettő szignifikánsan nagyobbra bizonyult, ha a hozamvolatilitás meghaladt egy bizonyos mértéket. Véleményünk szerint ennek az az oka, hogy a magasabb hozamvolatilitással jellemezhető időszakokban jóval nagyobb volt a hozamsokkok mérete, és e hatás erősebb volt a nagyobb kamatbizonytalanság átárazást lassító hatásánál. Mindazonáltal a volatilis időszakokban – mindenekelőtt 2003-ban – a banki kamatok gyorsabb alkalmazkodása nem ellensúlyozta a nagyobb hozamsokkok hatását, ami a spreadek nagyobb volatilitásában mutatkozott meg.

IV. 7. 2. A JÖVŐRE VÁRHATÓ TENDENCIÁK

Mint ahogy a fentiekben bemutattuk, a vállalati üzletágban viszonylag erősnek tekinthető a verseny. A hitelkamatok alkalmazkodása relatíve gyors és nagymértékű volt, amit az átlagos hitelkamatok és a piaci hozam közötti spread alacsony értéke is mutat. A vállalati hitelkamatokat illetően tehát drámai javulásra nem számíthatunk, ám a vállalati betéti kamatoknál, de leginkább a lakossági szegmensben az alkalmazkodás erősödését várhatjuk.

Betéti oldalon a transzmissziót javíthatja a strukturális likviditásfelesleg eltűnése, ekkor ugyanis a bankok jobban rá lesznek utalva a betéti forrásokra. A lakossági hitellezésben feltételezhető a fogyasztási hitelek rendkívül magas spreadjének mérséklődése, s ezzel párhuzamosan a piaci kamatok hatásának erősödése e hitelek árazásában. Az ingatlanhitelek túlnyomó többségét az államilag támogatott és – egészen az utóbbi időkig – fix kamatozású hitelek teszik ki, így a jegybanki kamatok változása e szegmensben egyáltalán nem érvényesült. A támogatási rendszer 2003. decemberi átalakítása azonban az ügyfélkamat maximális mértékét az eddigi fix mérték helyett a hasonló lejáratú piaci hozam arányában határozta meg, vagyis a jövőben a támogatott lakáshiteleknél a kamattágyűrűzés várhatóan egyre hatékonyabban érvényesül. Ugyanakkor a lakáshitelpiacon a devizában denominált, piaci alapú hiteleknek növekvő a részesedése, ami éppen az ellenkező irányba hat.

A rövid instrumentumhoz kötődő jegybanki alapkamat és az átlagos hitelkamat közötti kamattranszmisszió gyengülésének irányába hathat továbbá a hitelek lejáratának az inflációs és kamatbizonytalanság mérséklődésével párhuzamos növekedése.

IV. 8. MIÉRT LESZ VÁRHATÓAN MAGASABB A KÖLTSÉGVETÉSI TÖRVÉNYBEN RÖGZÍTETT NÉL AZ ÁLLAMI KÖLTSÉGVETÉS PÉNZFORGALMIKAMAT-KIADÁSA 2004-BEN?

IV.

Az állam adóssága után egy adott időszak során fizetett kamat összegét alapvetően két tényező határozza meg: egyrészt a korábbi időszakokban kibocsátott fix kamatozású adósság kamatterhe, másrészt a vizsgált időszakban kibocsátandó adósság adott időszakra eső kamatterhe. A költségvetés kamatkidásainak tervezésekor a bizonytalanságot értelemszerűen a tervezési időszakot követően kibocsátandó adósság kamatterhe jelenti. A kamatkidások tervezésénél az alábbi feltételezésekre kell megfelelő előrejelzést adni:

- A lejáró adósság és hiány összege. A bruttó finanszírozási igény összetevői közül a lejáró és megújítandó adósság nagysága ismert, a finanszírozandó hiány nagysága azonban bizonytalan. Ha a hiány nagysága meghaladja a tervezet mértéket, akkor az adósság és annak kamatterhe is magasabb lesz a prognózisnál.
- A bruttó finanszírozás várható devizanem és lejárat szerkezet szerinti összetétele.
- A hozamok várható alakulása. Az új kibocsátású, fix kamatozású adósság kamatterhét az adott futamidejű instrumentumtól a kibocsátáskor elvárt hozam határozza meg. A változó kamatozású kötvények kamatfizetését szintén befolyásolja a hozamok alakulása.

A 2004. évi költségvetési törvény pénzforgalmi szemléltető kamatkidás-előirányzata 753 milliárd forint, GDP-arányosan 3,7 százalék. A jegybank jelenlegi prognózisa alapján azonban a pénzforgalmikamat-kidások

összege várhatóan eléri majd a 884 milliárd forintot, ami a GDP 4,3 százaléka. Az előirányzott és a várható kamatkidás közötti eltérés várható értéke tehát várhatóan meghaladja majd a GDP 0,6 százalékát, ami rendkívül magas, különösen arra tekintettel, hogy a 2004. évi kamatfizetések jelentős része már a tervezéskor ismert volt.³⁷ Az előirányzattól való eltérés elsősorban a kincstárjegyek és a kötvények kamatfizetésére koncentrálódik, az előbbinél várhatóan a GDP 0,25, az utóbbinál pedig 0,3 százalékkal haladja meg a várható kamatkidás a tervezettet.

Az előirányzat és a várható kamatfizetés közötti eltérések okait két csoportba sorolhatjuk. Az első csoportba a tervezési hibák tartoznak, ide azokat az okokat soroljuk, amikor a fenti tényezőkkel kapcsolatos feltételezések nem voltak plauzibilisek, és a feltételezett alakulás nem egyezett meg a tervezés időpontjában elérhető összes információ alapján várható pályával. A második csoportba tartozó okok arra vezethetők vissza, hogy a gazdasági folyamatok a tervezés időpontjában összes információt tartalmazó legjobb előrejelzéstől eltérően alakultak.

Az első csoportba sorolható, hogy a prognózis lényegesen alacsonyabb 2003. évi elsődleges hiány-előrejelzésre épült, mint ami a tervezés időszakában várható volt. Szintén a tervezési hibák közé tartozik, hogy a prognózis alacsonyabb hozamszintet feltételezett, mint az akkori piaci hozamgörbe. A piaci hozamgörbe ugyanis tartalmazza a piacon elérhető összes információt és vára-

IV-15. táblázat

Az állami költségvetés 2004. évi pénzforgalmi kamatbevételeinek és -kiadásainak költségvetési előirányzata és a jelenlegi jegybanki előrejelzés

	Kamatbevétel		Kamatkiadás		Nettó kamatkidás	
	Milliárd forint	A GDP arányában (%)	Milliárd forint	A GDP arányában (%)	Milliárd forint	A GDP arányában (%)
2004. évi előirányzat	63	0,3	753	3,7	690	3,4
Aktuális prognózis	65	0,3	884	4,3	819	4,0
Eltérés	2	0,0	131	0,6	129	0,6

³⁷ Minél közelebb van időben a tervezéshez a tervidőszak, annál magasabb a már meghatározott ismert kamatkidások súlya az összes kamatkidáson belül. A 2004. évi költségvetés tervezésére 2003. augusztus–szeptemberben került sor. Számításaink szerint 2003. augusztus 31-én 540 milliárd forint volt a fenti instrumentumok 2004. évre eső, a tervezéskor már tényként kezelhető kamatterhe. A tervezetthez képesti relatív eltérés tehát még nagyobb, hiszen a „bizonytalan” kamatkidás 213 milliárd forint helyett 344 milliárd forint lett.

kozást, így a hozamok várható alakulásának előrejelzése akkor prudens, ha a piaci hozamgörbén alapul.

Az eltérést magyarázó okok második csoportjába sorolható, hogy az előzetesen tervezetthez képest jelentősen nőtt a devizafinanszírozás aránya. Ide sorolható továbbá, hogy a hozamok emelkedtek, és az év eddigi részében magasabbak voltak, mint amivel a tervezéskor a piaci hozamgörbe alapján számolni lehetett, megdrágítva a hiány és a lejáró adósság finanszírozását.

A költségvetés 2004. évi finanszírozási terve és a tényleges, illetve a tervezett finanszírozási szerkezet alapján, különböző hozamgörbe-feltételezések mellett megkísérjük meghatározni, hogy a fenti tényezők milyen mértékben magyarázzák a nettó kamatkidadások törvényben szereplő és a várható értéke közötti különbséget.

A 2003. és a 2004. évi finanszírozási terv 2003. szeptemberi változatával és a piaci szereplők hozamvárakozásait tükröző 2003. augusztus végi (augusztus 29-i) piaci hozamgörbével 803 milliárd forintos kamatkidás konzisztens. A törvény tehát a várható hozamszint alultervezése miatt 53 milliárd forinttal, a GDP 0,26 százalékaival kevesebbet irányozott elő az állami költségvetés 2004. évi GFS-szemléletű nettó kamatkidásaira, mint amennyit az összes információt tartalmazó piaci hozamgörbe alapján kellett volna. Az előrejelzés kevésbé érzékeny arra, hogy a tervezési időszak melyik hozamgörbéjét használjuk fel. Amennyiben az augusztus-szeptemberi időszak legalacsonyabb (szeptember 26.), illetve legmagasabb (augusztus 4.) hozamgörbéjével készítjük el a prognózist, az mindössze 5 milliárd forinttal csökkenti, illetve 3 milliárd forinttal növeli a prognosztizált kamatkidásokat.

Ez a számítás azonban nem tükrözi annak hatását, hogy a kamatkidadások nélküli hiány a feltételezettnél magasabb lett 2003-ban, noha arra az addigi fiskális folyamatok alapján már számítani lehetett, és azt sem, hogy 2004-ben is várhatóan meghaladjá az eredeti előirányzatot. A 2003. és 2004. évi, tervezettnél magasabb hiányt finanszírozó többletadósság mintegy 25 milliárd forinttal növelte a 2004. évi kamatkidásokat. Számításaink szerint tehát a kamatkidásokra 828 milliárd forintot

kellett volna előirányozni a valóságos hiány, az eredeti finanszírozási szerkezet és a 2003. augusztus 29-i piaci hozamgörbe alapján. Az előirányzatot meghaladó költségvetésikamat-kiadásokból 78 milliárd forintot, a teljes eltérés mintegy 60 százalékát hiány és a hozamszint alultervezése magyarázza.

Az állami költségvetés 2004. évi kamategyenlegéhez felhasznált finanszírozási tervhez képest az Államadósság-kezelő Központ idén egymilliárd euróval több devizakötvényt bocsátott ki. A 2004. évi devizakötvények idén már nem fizetnek kamatot. Amennyiben ezt a forrást forintban vonta volna be az ÁKK, az átlagos forintfinanszírozási szerkezetet feltételezve mintegy 15 milliárd forinttal (a GDP 0,07 százaléka) növelte volna a kamatkidásokat.

2004 eddig eltelt részében a hozamok a megbomlott egyensúlyi folyamatok és az euró bevezetésének kitűzött időpontjával kapcsolatos kockázatok növekedése miatt minden lejáraton jelentősen magasabbak voltak, mint amire a piaci hozamgörbe alapján számítani lehetett a 2004. évi költségvetési törvény tervezésének időszakában. Számításaink alapján az emelkedő piaci hozamok kamategyenlegre gyakorolt hatása az eredetileg tervezett finanszírozási szerkezet mellett 67 milliárd forintra tehető.

A fenti számítások alapján tehát a hozamok várható alakulásának, illetve a hiány alultervezése magyarázza a várható pénzforgalmi kamatkidadások előirányzattól való eltéréseinek döntő részét, a GDP-arányosan 0,63 százalékpontos teljes eltérésből 0,38 százalékpontot. A piaci hozamok emelkedése további 0,32 százalékponttal növelte a kamatkidadások várható összegét, míg a devizafinanszírozás súlyának növelése 0,07 százalékponttal csökkentette azt.

A Pénzügyminisztérium a 2005. évi költségvetés tervezésekor – a tavalyi tervezéshez hasonlóan – ismét saját hozamgörbe-előrejelzést használt. Számításaink szerint ez a módszer ezúttal is mintegy 60-70 milliárd forinttal alacsonyabb kamatkidást valószínűsít annál, mintha a tervező a piaci hozamgörbe alapján prognosztizálta volna a kamatkidadások várható értékét.

IV-16. táblázat

Az állami költségvetés nettó kamatkidásait befolyásoló tényezők hatása

	A várható nettó kamatkidadás előirányzattól való eltéréseinek összetevői		
	Milliárd forint	A GDP arányában (százalék)	Hozzájárulás az előirányzattól való eltéréshez, százalék
Kamatkidás-előirányzat	753	3,67	
A hozamszint alultervezése	53	0,26	41
Magasabb hiány	25	0,12	19
Nagyobb devizakibocsátás	-15	-0,07	-12
Magasabb hozamszint	67	0,32	51
Várható kamatkidadás	885	4,31	

A JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

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

2003. május

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

2003. augusztus	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
2003. november	
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
2004. február	
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84
2004. május	
Háttér-információk előrejelzéseinkhez	75
A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96
2004. augusztus	
Változás a jelentés szerkezetében	53
Háttér-információk előrejelzéseinkhez	55
Az államháztartásihiány-mutatók alakulása	61
A külső egyensúly alakulása	65
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	
Háttér-információk előrejelzéseinkhez ³⁸	49
Az államháztartásihiány-mutatók alakulása	54
A külső egyensúly alakulása	63
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szemszögből	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítettél az állami költségvetés pénzforgalmikamat-kiadása 2004-ben?	76

³⁸ Előrejelzésünk (ha másképp nem jelezzük) a november 16-ig beérkezett információk, adatok alapján készült.

Jelentés az infláció alakulásáról
2004. november

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

