



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2005. NOVEMBER**



**Jelentés az infláció  
alakulásáról**

**2005. november**



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

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

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

*A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen az infláció várható alakulását és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, 2006-tól évente kétszer megjelenő és kétszer részben frissített kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági főosztály előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.*

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

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

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól és a Monetáris Tanácstól, amely a 2005. november 14-i és november 28-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.



# TARTALOMJEGYZÉK

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>Az alappálya összefoglaló táblázata</b>	10
<b>I. Pénzügyi piacok</b>	11
<b>II. Az infláció és meghatározó tényezői</b>	19
II. 1. Konjunktúra	21
II. 2. Munkapiac	29
II. 3. Az infláció alakulása	33
<b>III. Inflációs kilátások</b>	37
<b>IV. Aktuális kérdések</b>	47
IV. 1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	49
IV. 2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	55
IV. 3. A külső egyensúly alakulása	62
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005</b>	66



# Összefoglaló

**Az alacsony inflációs környezet fenntartását egyensúlyi kockázatok teszik bizonytalanná**

Alap-előrejelzésünk szerint, mely eddigi gyakorlatunknak megfelelően változatlan rövid kamat- és árfolyamszint feltételezésével készült, alacsony inflációra és stabil gazdasági növekedésre számítnak az elkövetkező két évben.

Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiánya ugyanakkor továbbra is megkérdőjelezi a makrogazdasági pálya fenntarthatóságát. A fenntarthatatlan folyamatok jövőbeli korrekciója többféle mechanizmuson keresztül is megtörténhet. Akár a külső pénzügyi környezet, akár a hazai gazdasági szereplők magatartásváltozása, vagy gazdaságpolitikai irányváltás okozza azonban a korrekciót, az a jelenlegi monetáris kondíciókat és az inflációt befolyásoló egyéb tényezőket alapvetően megváltoztathatja. E változások időzítése és inflációra gyakorolt hatása sokféle lehet. Inflációs előrejelzésünk értékelésekor ezért fontos figyelembe venni, hogy az semmilyen formában nem tükrözi a fenntarthatatlan folyamatok jövőbeli korrekciójának hatását.

**A fiskális politika tovább élénkíti a keresletet 2006-ban; tartósan magas olajárakkal számolunk**

Ami a további feltételeket illeti, a 2006-os költségvetési törvényjavaslat ismeretében azzal számolunk, hogy a fiskális politika jövőre tovább élénkíti a belső keresletet, míg 2007-ben semleges – enyhén keresletszűkítő pályát tételezünk fel. Az olaj világgpiaci áralakulását illetően pedig – összhangban a piaci várakozásokkal – tartósan magas szinten maradó árakkal számolunk.

**Alacsony maginfláció, emelkedő különbség a fogyasztóiár-index és a maginfláció között, stabilizálódó bérinfláció**

Míg az elmúlt időszakban a maginfláció tartósan alacsony szinten stabilizálódott, a historikusan magas olaj- és feldolgozatlanélelmiszer-árak miatt emelkedett a teljes fogyasztóiár-index és a maginfláció közötti különbség. Ez utóbbi folyamat a fejlett gazdaságokban is megfigyelhető volt. A külkereskedelmi versenybe kerülő feldolgozott termékek nemzetközileg alacsony inflációján túl, a hazai maginflációt az erős árfolyam és az importverseny erősödése is mérsékelte, míg a szolgáltatás-szektor és az iparcikkek közti inflációs különbség továbbra sem csökkent.

2005 folyamán a munkapiaci feltételek általános lazulása mellett a versenyszféra fajlagos bérköltség-növekedése az alacsonyabb inflációval összhangban álló szinthez közeledett, azaz nem volt érdemi költséginflációs nyomás a munkapiac oldaláról. A historikusan alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozások, illetve a

## 2007-ben 3 százalék körüli inflációra számítunk

korábbi éveknél jóval lassabban bővülő fogyasztási kereslet pedig tovább segítette az alacsony inflációs környezet megszilárdulását. Feltevéseink együttes megvalósulása esetén az infláció tartósan alacsony maradhat. Az áfacsökkentés átmeneti hatása után a maginfláció várhatóan fokozatosan emelkedni fog, az egyéb termékeknel viszont az inflációs dinamika lassulásával számolunk.

A maginfláció hosszabb távú emelkedését az okozza, hogy míg az elmúlt időszakban szinte minden makrogazdasági tényező dezinflációs irányba mutatott, előretekintve ezek hatása vegyessé válik. A maginflációs trend megfordulását ezen belül elsősorban a historikusan alacsony szinten álló importált inflációs nyomás fokozatos emelkedése magyarázza. Ez részben az európai importált inflációs nyomás elmúlt időszakban bekövetkezett emelkedése, részben a hazai árupiaci verseny hatásának enyhülése miatt következhet be. Az inflációs tendencia emelkedésének irányába mutathat a historikusan magas szinten álló olajár és a szabályozott árak emelésének begyűrűzése a termelési költségekbe. Mindemellett a belső kereslet élénkülése is a jelenlegi alacsony infláció emelkedése irányába mutat.

Míg értékelésünk szerint a bérnövekedés – a minimálbér-emelésnél jelentősebb tovagyűrűző hatásokat nem feltételezve – az inflációs céllal nagyjából összhangban álló szinten alakul az előrejelzési horizonton, és a gazdasági növekedés üteme is a hosszú távú trendhez közel várható, a kormányzati intézkedések közvetlen hatása többségében dezinflációs. A közvetett hatások ugyanakkor az áru- és munkapiaci kereslet élénkítésén keresztül a hosszabb távú inflációs nyomást erősíthetik, ezek azonban az előrejelzési horizonton csak részben kompenzálják a közvetlen dezinflációs hatásokat.

A folyamatok eredőjeként 2006-ban, elsősorban az áfacsökkentés és egyes elhalasztott hatósági áremelések miatt éves átlagban átmenetileg 1 százalék közelébe süllyedő inflációra számítunk, majd 2007-ben az árnövekedés üteme fokozatosan közelíti a 3 százalékos inflációs célhoz. Ezzel egyidejűleg a maginfláció jövőre átmenetileg 1 százalék alá mérséklődik, míg 2007-ben a fogyasztóiárindexszel megegyező ütemben emelkedik. Az alappálya mentén az eurórégióhoz viszonyított inflációs különbség várhatóan mérséklődik.

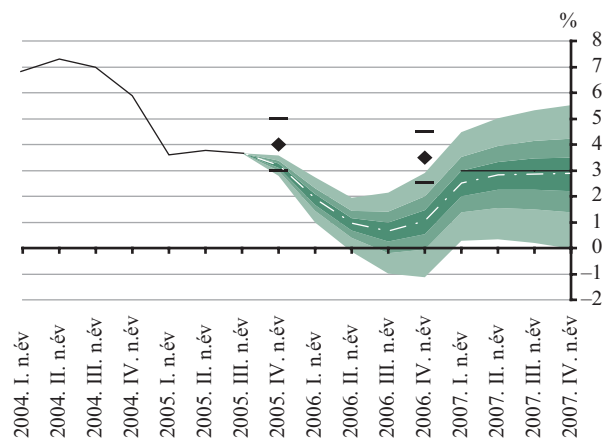
Az árindexekben elsősorban a 2006-os áfacsökkentés okoz ingadozást, az adóváltozások közvetlen hatásától eltekintve stabil ma-

## 2007-ben a mérhető kockázatok az inflációs cél körül enyhén lefelé irányulnak

rad az infláció, amit a változatlan adótartalmú árindex jövőben várható, stabilan 3 százalékhoz közeli értéke mutat.

Az alappálya mentén a számszerűsíthető inflációs kockázatok közül rövid távon az olajárak és az importált inflációs trend, míg hosszabb távon a bérek és a keresleti tényezők hatását tekintjük kulcsfontosságúnak. Míg az importált infláció, az olajárak és a keresleti tényezők inkább a magasabb, a bérek hosszabb távon az alappályánál alacsonyabb inflációs kockázatokot erősítik. 2007-ben az október havi árfolyam és rövid kamatszint fennmaradására vonatkozó feltételezésünk teljesülése esetén a számszerűsíthető kockázatok az inflációs cél körül összességében enyhén lefelé irányulónak látjuk.

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája**



## Az alappálya összefoglaló táblázata

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

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

<sup>1</sup> Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. <sup>2</sup> Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>3</sup> A KSH a GDP-re vonatkozóan az októberi adatközlésben új módszertant vezetett be (ez az ún. FISIM-korrekció, lásd II.2. keretes írást), ami évi 0,3-0,5 százalékponttal magasabb GDP-növekedést eredményez a vizsgált időszakban. Mivel az új módszertannal készült GDP teljes adatsora, illetve részletei az előrejelzés készítésekor nem voltak elérhetők, előrejelzésünket a korábbi módszertan alapján készítettük; és tájékoztatásul közöljük az új módszer becsült hatásával növelt GDP-értékeket. <sup>4</sup> A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. <sup>5</sup> Az állami körben a 2005 januárjára átkerült, eredetileg 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetések a 2004-es béremelkedési mutatót lefelé, a 2005-öt felfelé torzítják. <sup>6</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

\* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2007-re költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk. \*\* Eredeti adatok; 2004-ben a szökőnap hatása a GDP-növekedést mintegy 0,2 százalékponttal növelte, 2005-ben pedig hasonló mértékben csökkentette. A növekedés tendenciájának becsléséhez ezzel korrigálni kell a feltüntetett értékeket. \*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a honvédségi Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását. \*\*\*\* MNB-beclsés.

# I. Pénzügyi piacok





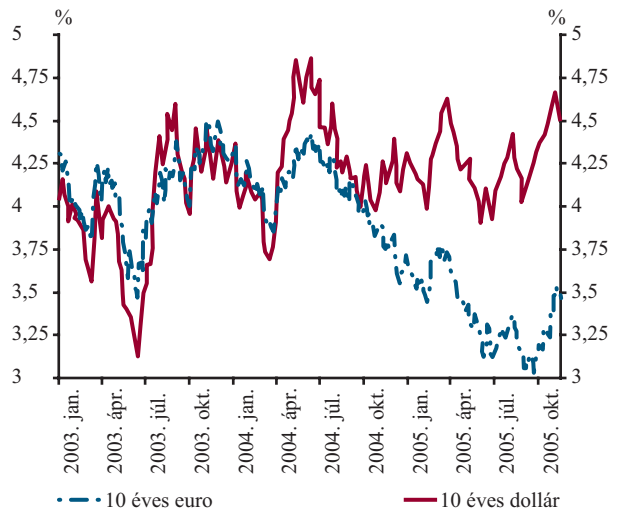
A globális pénzügyi piacokon a kockázati étvágy növekedése megtorpanni látszik, és komoly esélye van annak, hogy az eddigi kedvező befektetői hangulat megváltozik. Az amerikai Fed és az EKB kommunikációjában nyomatékosította, hogy fölfelé irányuló kockázatokat lát az infláció jövőbeli alakulásában. A kockázatok forrása egyrészt a tartósan magas olajár hatása a fogyasztóiár-indexre, valamint az eurozóna esetében a hosszú ideje megfigyelt gyors ütemű likviditásbővülés felerősödése. E fejlemények hatására az EKB irányadó kamatának emelkedését a piacok az eddiginél korábbra várják. Hasonlóan, a Fed irányadó kamatcéljának csökkenésére vonatkozó várakozások helyett (ezek a természeti katasztrófák hatására alakultak ki) a korábinál is nagyobb mértékű szigorítás olvasható ki az eszközárakból. A folyamatot a tízéves euro- és dollárkötvények hozamainak emelkedése kísérte.

A tapasztalatok szerint a feltörekvő piacok által kibocsátott államkötvények hozamainak euro- és dollárkamatok fölötti felára együtt mozog az euro, illetve dollárkamatokkal. Az egyik magyarázat erre a jelenségre az, hogy az általános kamatszint emelkedése miatt a feltörekvő gazdaságok államadosságának fenntarthatóságát övező kétségek felerősödhetnek, és ezért az elvárt kockázati prémium is megemelkedik. Egy másik magyarázat szerint a magasabb euro- és dollárkamatok csökkentik a befektetői kockázati étvágyat, hiszen ekkor már a kockázatmentes portfólió is kielégíti a befektetők hozamelvárását, így kisebb érdeklődést mutatnak a kockázatosabb instrumentumok iránt. Mindebből az következik, hogy általában a feltörekvő piaci hozamok az euro- és dollárhozamoknál nagyobb mértékben nőnek. Bár e pillanatban a globális inflációs környezet változása még nem tükröződik a kockázati indexekben, megnőtt annak a kockázata, hogy a feltö-

rekvő piacok iránti befektetői érdeklődés a jövőben csökkenni fog.

## I-1. ábra

10 éves euro- és dollárállamkötvény-hozamok

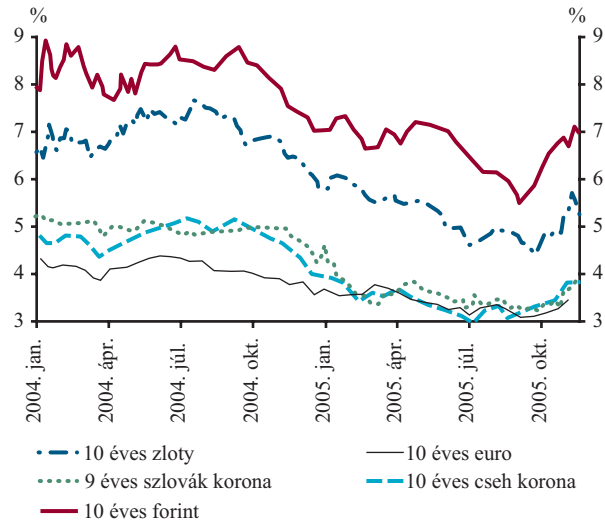


Forrás: Reuters.

A nemzetközi pénzpiaci folyamatok, kiegészülve egyéb regionális tényezőkkel, tetten érhetők a régió országaiban a devizák euróval szembeni árfolyamaiban és a hosszú lejáratú állampapír-hozamok alakulásában. Szeptember eleje és november eleje között a több hónapja viszonylag stabil szlovák korona, illetve az addig erősödést mutató cseh korona mintegy 2 százalékkal gyengült, a lengyel zloty nyár közepe óta tartó felértékelődése pedig megállt. Az euro-forint árfolyam szeptember elejétől november közepéig közel 4 százalékkal gyengült. Az állampapír-hozamok esetében a 10 éves eurokötvény-hozamokkal együtt emelkedett a cseh és a szlovák hosszú hozam, míg a lengyel állampapírok hozamai kisebb kiséssel, de nagyobb mértékben nőttek, ennek háttérében azonban nem globális tényezők, hanem belpolitikai bizonytalanságok állnak. A magyar állampapírok hozamainak mind a dollár-, mind az eurokötvényekkel szembeni felára jelentősen emelkedett. A magyar 10 éves államkötvényhozam november elején 150 bázisponttal haladta meg a két hónappal korábbi szintjét.

## I-2. ábra

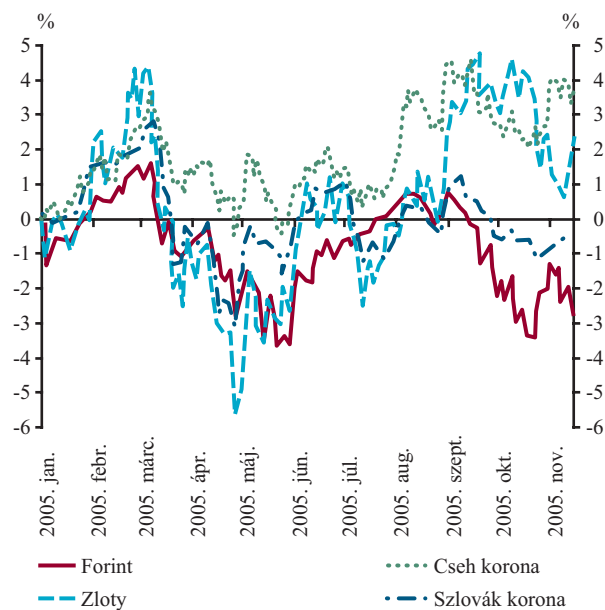
Hosszú lejáratú állampapírok hozama a visegrádi országokban



Forrás: ÁKK, Reuters, DataStream.

## I-3. ábra

Visegrádi országok euróval szembeni devizaárfolyamai



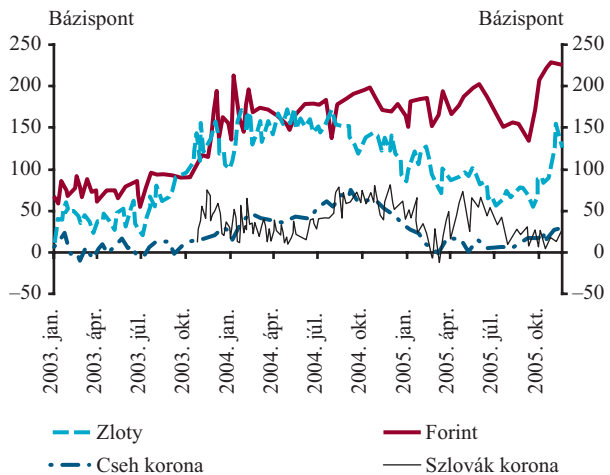
Forrás: Reuters.

A közelmúlt árfolyam- és hozamalakulásának régiós összevetéséből kitűnik, hogy az euro–forint árfolyam nagyobb mértékben értékelődött le, a hosszú lejáratú magyar állampapírok hozama pedig lényegesen nagyobb mértékben nőtt, mint a többi visegrádi országban. Ez arra utal, hogy a ha-

zai pénzügyi piaci folyamatokban meghatározó szerephez jutott a fiskális politika és az euro-bevezetés körül szeptemberben kialakuló bizonytalanság. Az országspecifikus tényező hatása különösen szembetűnő az öt év múlva induló ötéves euroforwardok fölötti felárakban, amely a forint esetében nagymértékben megnőtt szeptember első felében. A cseh és szlovák korona esetében ugyanakkor nem volt változás, és bár a zloty szpredje is nőtt, annak mértéke messze elmarad a forintétól. Ez a fejlemény olyan hazai kockázati prémium-sokról tanúskodik, amely leginkább a gazdaságpolitika hitelességéről, a nominális konvergencia, illetve az euro bevezetése melletti elkötelezettségéről alkotott piaci megítélés romlását tükrözi.

## I-4. ábra

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



Forrás: Reuters.

Az eltérő hazai pénzügyi piaci folyamatok mögött az áll, hogy a piac szemében a magyar konvergenciafolyamat visszafordult, és az euro 2010-es bevezetése a korábbinál is kétségesebbé vált. Szeptember elején ismertté vált, hogy az Európai Unió statisztikai hivatalának (Eurostat) ajánlása alapján a kormány az Állami Autópályakezelő Rt.-től befolyó bevételeket nem sorolja majd az állam-

háztartási körön belülré, valamint az autópálya-építés 2005-re eső költségeit mint állami kiadást számolja el. Emellett az őszi fiskális notifikációk alapján készített Eurostat-közlemény a 2003-as magyar költségvetési hiányt 7,4 százalékra, a 2004-es deficitet pedig 6,5 százalékra emelte (ESA-szemléletben). Az autópálya-pénzek elszámolásáról szóló döntést követően a kormány 2005-ös ESA-szemléletű államháztartáshiány-célját 4,9 százalékról 7,4 százalékra emelte. Szeptember folyamán az is világossá vált a beterjesztett 2006-os költségvetési törvényjavaslat alapján, hogy a 2006-os költségvetési hiány a konvergenciaprogramban foglaltnál jelentősen magasabb lesz.

Az események hatására a piaci elemzők fölfelé módosították mind a 2005-ös, mind a 2006-os évre vonatkozó fiskális előrejelzéseiket. Az a tény, hogy a piaci elemzők pénzforgalmi szemléletben is magasabb 2006-os államháztartáshiányra számítanak, arra utal, hogy nem egyszerűen a számítási változásokat vették tudomásul, és építették be a magyar fiskális folyamatokról alkotott képük-

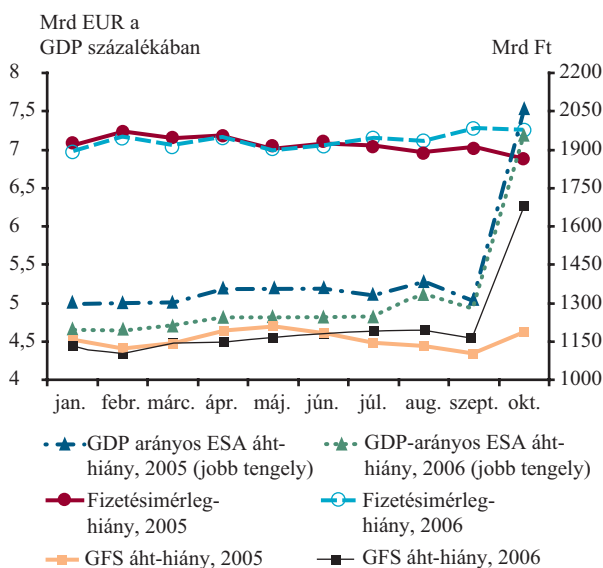
be, hanem valódi költségvetési lazítást várnak a jövő évre. A külső egyensúlyi folyamatok megítélése mindazonáltal nem változott számottevően.

A fiskális konvergencia ismételt visszafordulásával összefüggésben kormányzati szinten felvetődött az euro bevezetésének elhalasztása is, ami a piaci várakozásokban is tükröződött. Korábban a Reuters elemzői körkérdésre válaszolók többsége bízott a 2010-es eurobevezetésében, az októberi felmérés szerint azonban már a többség 2012 és 2014 közötti eurobevezetésre számít. Az ERM-II árfolyamrendszerbe való belépés várt időpontja szintén több évvel kitolódott a fiskális konvergenciával kapcsolatos kedvezőtlen fejlemények hatására.

A romló kockázati megítélés a származtatott három hónapos forwardhozamgörbében is nyomon követhető. A várt három hónapos hozamok inkább a távoli jövőben emelkedtek meg jelentősen szeptember elejéhez képest, míg a hozamgörbe rövidebb végén nagyobb szerepet játszott az eurohozamok emelkedése. E jelenségek megerősítik azt a következtetést, hogy a forinthozamok emelkedése mögött nagyjából a hosszabb távú bizonytalanság felerősödése húzódott meg.

## I-5. ábra

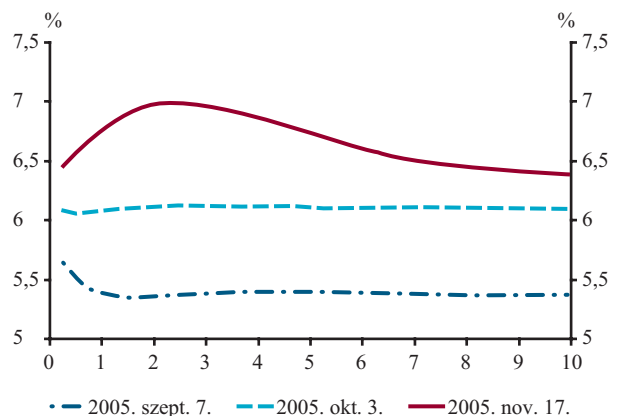
A hazai egyensúlyi mutatókra vonatkozó várakozások (2005-ös Reuters felmérések)



Forrás: Reuters.

## I-6. ábra

Származtatott 3 hónapos forint forwardhozamok



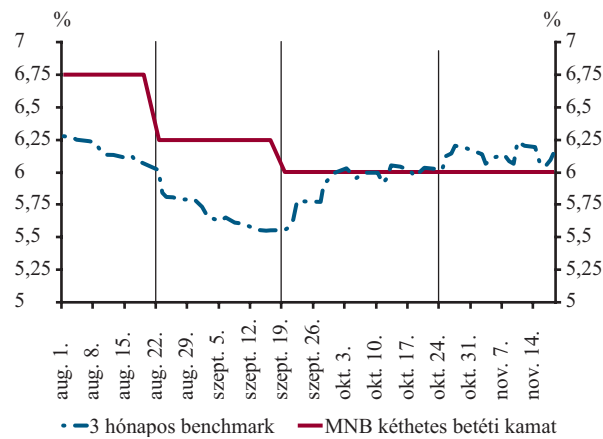
Forrás: MNB.

A hazai monetáris politikával kapcsolatos várakozások ugyanakkor már rövid távon is változtak. A három hónapos diszkontkincstárjegyek hozamának

alakulása arra enged következtetni, hogy a hazai irányadó kamat csökkentésére vonatkozó várakozások szeptember folyamán fokozatosan eltűntek. Az októberi kamatmeghatározó ülés után a rövid hozamok emelkedtek, ami vélhetően egy közeli kamatemelés beárazását tükrözte. Az előretekintő reálkamat a hozamok emelkedése ellenére is az idén jellemző 3-4 százalékos tartományban maradt.

## I-7. ábra

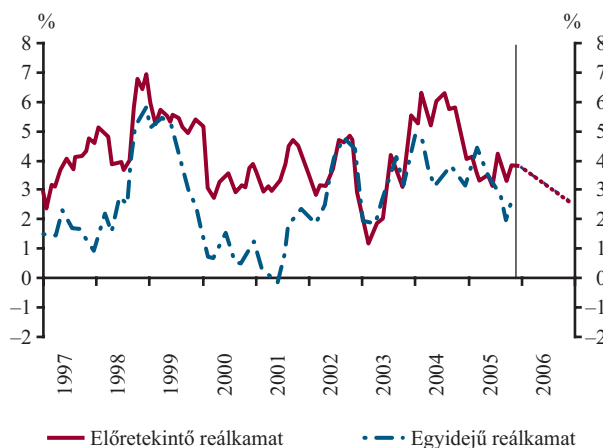
3 hónapos forint-referenciahozamok és az MNB irányadó kamata



Forrás: Reuters, MNB.

## I-8. ábra

Reálkamat\*

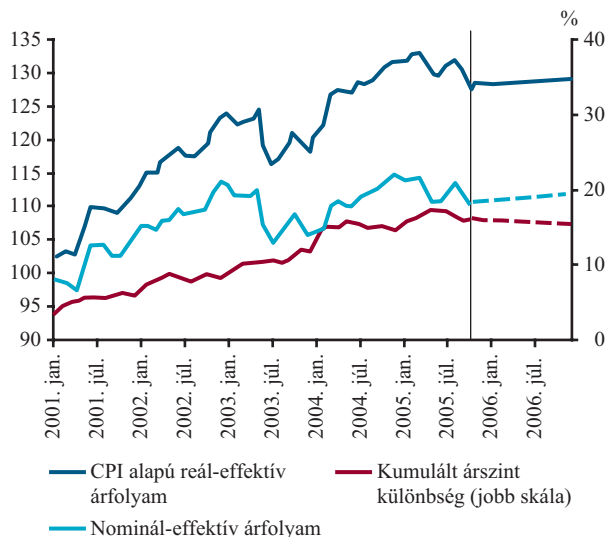


\* Az egyidejű reálkamat az egyéves állampapírhozamok havi átlaga az aktuális 12 havi inflációval deflálva. Az előretekintő reálkamat esetén a Reuters egy évre előretekintő inflációs konszenzusával (év végekre, és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval számított érték) deflálva. A 2005 és 2006 decemberére vonatkozó várakozás alapján a Reuters (2005 és 2006 decemberére várt) 1 éves hozamra vonatkozó és a 2006 és 2007 végére várt) inflációs konszenzusa szolgált.

Visszatekintve az elmúlt másfél évre megállapítható, hogy a mostanihoz hasonló mértékű árfolyam- és rövidhozam-ingadozások többször előfordultak, és az árfolyam leértékelődésének mértéke sem haladta meg az idei tavaszi gyengülés nagyságrendjét. A hosszú lejáratú, 5–15 éves államkötvényhozamok szeptemberben és októberben megfigyelt emelkedéséhez, valamint az átlagos napi ingadozás mértékéhez fogható turbulenciára azonban utoljára csak 2003 második felében volt példa. Jelentős különbség, hogy az árfolyam akkor a mostaninál sokkal nagyobb kilengéseken ment keresztül.

## I-9. ábra

Fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam\*



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

Az a tény, hogy a kockázatérzékelés romlása elsősorban a hosszú hozamokban, és nem az árfolyamban okozott korrekciót, arra utalhat, hogy az árfolyamvárakozások viszonylag stabilak maradtak. Az októberi Reuters-felmérés tanúsága szerint a 2005 végére vonatkozó elemzői árfolyamvárakozásokat a gyengülés jobban érintette, mint a 2006 végére vonatkozókat. Mivel emellett a piacon

a hazai és a külföldi infláció közötti különbség eltűnésére számítanak, a várakozásokból közel változatlan reálárfolyam olvasható ki 2006-ra. Mindazonáltal az elkövetkező hónapokban a kockázati megítélést javító hírek valószínűsége csökkent, akár a külső, akár a hazai folyamatokat tekintjük. Az erősödő globális inflációs nyomás miatt a nemzetközi kamatok várhatóan inkább emelkednek.

Hazai oldalról pedig a 2006-os költségvetés tervezetere adott piaci reakciók alapján a magyar eurokonvergencia megítélésében rövid távon nem várható lényeges javulás. A külső egyensúlytalanság miatt továbbra is fennálló árfolyam-sérülékenység mellett az elkövetkező hónapokban e tényezők határozzák meg a monetáris politika számára a pénzügyi piaci környezetet.



## II. Az infláció és meghatározó tényezői





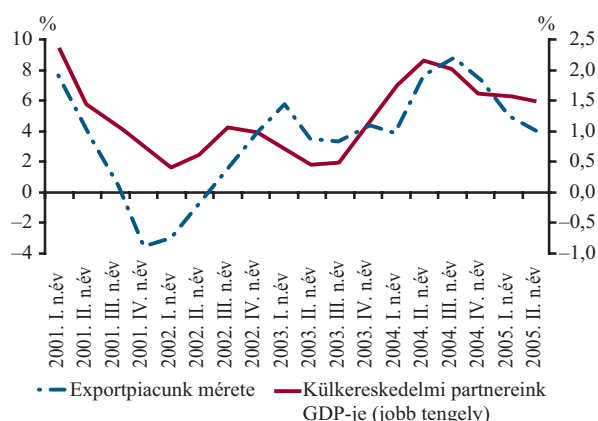
## II. 1. Konjunktúra

Az augusztusi jelentés óta napvilágra került adatok továbbra is a stabil magyar konjunktúráról alkotott képet erősítik. A külföldi konjunktúrával kapcsolatban nincsenek arra utaló egyértelmű jelek, hogy a konjunktúra újult erőre kapott volna az egy negyedévvvel korábbi állapothoz képest, ugyanakkor növekedése továbbra is pozitív. A dinamikus hazai gazdasági aktivitást pedig az élénkülő fogyasztás és beruházás támasztja alá.

*Lassan bővülő külső kereslet, javuló üzleti bizalom*

### II-1. ábra

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

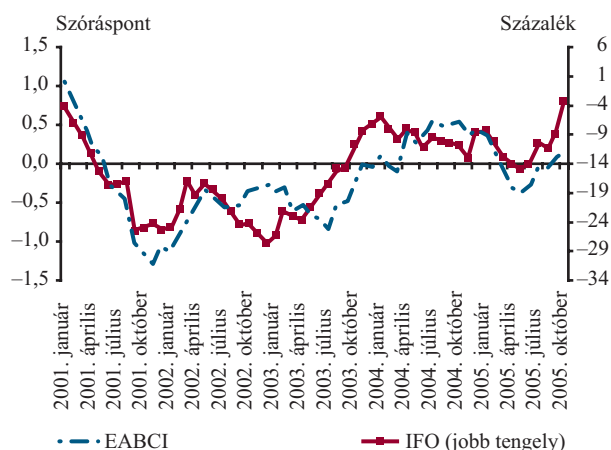


\*Exportpiacaink mérete: Magyarország főbb exportpiacainak súlyozott importvolumen-növekedése.

A külföldi gazdasági aktivitás indikátorai nem jeleznek egyhangúan felívelő gazdasági teljesítményt. A hazai export szempontjából fontosabb kereskedelmi partnereink – mind importban, mind GDP-ben mért – keresletének bővülése némileg lassult a második negyedévben.<sup>1</sup> Ugyanakkor mind a németországi, mind az euroövezet bizalmi indexei azt jelzik, hogy az üzleti klíma tovább javult az elmúlt hónapokban.

### II-2. ábra

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



### II-1. keretes írás: A német konjunktúra kérdőjelei

Magyarország legnagyobb külkereskedelmi partnerországaként Németország gazdasági folyamatai jelentős hatással vannak a magyar vállalatok gazdasági aktivitására. Mivel a német gazdaság jelenlegi állapota sok tekintetben eltérő az euroövezet egészéhez képest, a hazai konjunkturális kilátások értékeléséhez nem mulasztható el, hogy a német konjunktúrával kiemelten is foglalkozunk.

Míg a 2001. évi világgazdasági recessziót követően az euroövezet fokozatosan ugyan, de újra fellendült, s GDP bővülése 2004-ben már a becsült potenciális ütem körüli volt (1,8 százalék), addig a német bruttó hazai termék 2002-ben gyakorlatilag nem bővült, 2003-ban enyhébb mértékben visszaesett, s 2004-ben is az euroövezet átlagától elmaradóan nőtt (1,1 százalékkal). Németországnak a magyar külkereskedelmi

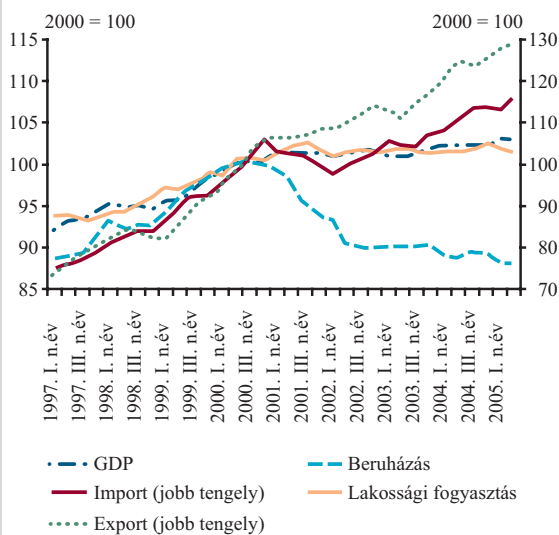
<sup>1</sup> Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország konjunkturális helyzetéről lásd II-1. keretes írásunkat.

szerkezetben betöltött nagy súlya miatt ez gyenge külső impulzust, nyomott külföldi értékesítési lehetőségeket eredményezhetett volna a magyar vállalatok számára.

Mégsem ez történt: a 2001. évi világgazdasági visszaesés után a magyar vállalati konjunktúra, ha nem is a recesszió kezdetét jellemző dinamikával, de már a következő évben újra kibontakozott. Mind az ipari termelés, mind az export bővülő pályára állt. Ez annak volt tulajdonítható, hogy a német GDP lassú bővülését alapvetően a belföldi kereslet gyengeségei eredményezték, s a német vállalatok külpiazi aktivitása gyorsan helyreállt.

## II-3. ábra

Németország főbb konjunktúramutatói



A német export növekedése megtorpant ugyan 2001-ben, az import pedig erőteljesen vissza is esett, 2002-től azonban szinte a recessziót megelőző ütemben folytatódott a német ki-

vitel bővülése. Jórészt az erősödő kivitel következtében bővülő pályára állt az import is, üteme azonban az exportétól jelentősen elmaradt a belföldi kereslet elhúzódó gyengeségei (stagnáló lakossági fogyasztás, erősen visszaeső beruházások) miatt.

A belföldi kereslet bővülése a német gazdaságelemzők nagy része által elfogadott módon „örödi körben” van. A beruházások élénküléséhez sokkal jobb belföldi értékesítési kilátások kellenének, a '90-es évek elejének nagy bérnövekedéseit követő moderált bérnövekedésre és a munkahelyek szükségére való tekintettel azonban a lakosság jövedelmi várakozásai visszafogottak, így nem bővítik elegendő mértékben fogyasztásukat ahhoz, hogy a vállalatok új beruházásokba kezdjenek, új munkahelyeket teremtsenek.

Ami a kilátásokat illeti, 2005 első felében folytatódott mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházások gyengélkedése. A gazdaság növekedését a nettó export folytatódó bővülése határozta meg. Az „örödi körből” való kitöréshez a kormányzat az utóbbi időben munkaerő-piaci reformok, valamint a kis- és középvállalatokra kidolgozott ösztönzők útján igyekszik hozzájárulni, ezek azonban csak hosszabb idő alatt fejthetik ki hatásukat. Ennek következtében feltételezhető, hogy a német gazdaság fellendülése elsősorban továbbra is a nettó export javulásán alapul a közeljövőben, ami az export kiemelkedő, az import pedig ettől elmaradó, de így is számottevő bővülése mellett megy végbe. Ez a magyar termékek iránti külföldi kereslet szempontjából kedvező fejlemény, hiszen vizsgálataink alapján azt inkább külkereskedelmi partnereink importja, semmint belföldi kereslete határozza meg.

### Termelés – lassuló feldolgozóipar

Igen élénk volt a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedése a második negyedévben (mértéke évesítve csaknem 15 százalék), a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke pedig a meglepően erős első negyedévi bővülés után mérsékeltebb ütemben nőtt tovább. Az építőiparban megtermelt hoz-

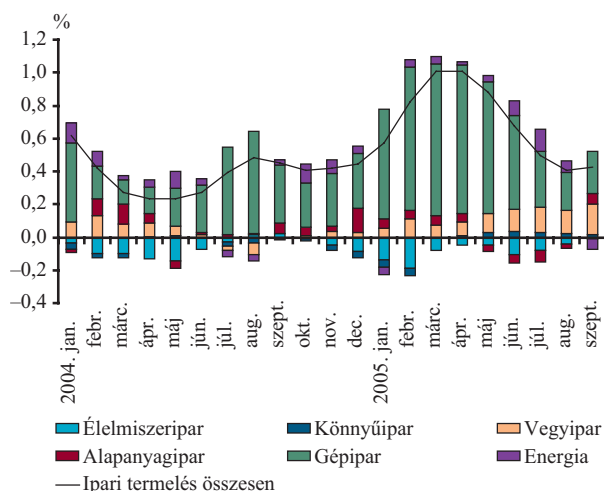
záadott érték bővülése gyorsult, ami valószínűleg az általunk feltételezettnél jóval intenzívebb autópálya-építésnek köszönhető – ez egyébként felhasználási oldalon a bruttó állóeszköz-felhalmozásban is megmutatkozott.

A harmadik negyedévben kissé mérséklődött a bruttó ipari kibocsátás növekedése. A harmadik negyedév részletes adatai szerint a lassulás a fel-

dolgozóipar, azon belül a gépipari ágazatok lassuló bővülésének az eredménye.<sup>2</sup> A bruttó termelés adatai azt jelzik, hogy az ipari hozzáadott érték bővülése mérséklődhet a harmadik negyedévben, azonban a kiugró második negyedéves növekedési ütem az év egészét tekintve a magasabb gazdasági növekedés irányába mutató kockázatokat erősíti.

## II-4. ábra

Ipari termelés – ágazatok növekedési hozzájárulása\*



\*A trend idősorokból számított havi növekedési ütemek alapján.

## Külkereskedelmi termékforgalom – élénk export, gyorsuló import

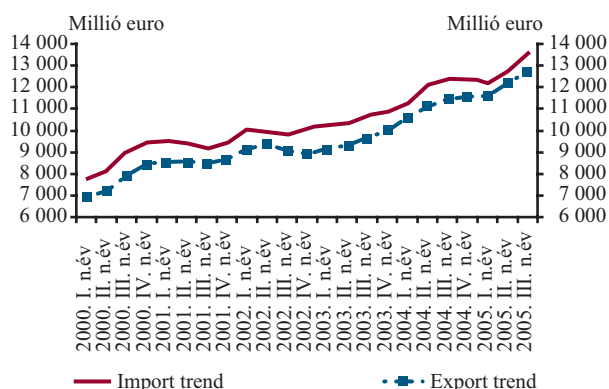
A külkereskedelmi áruforgalom statisztikái kissé árnyaltabb képet festenek az ipari konjunktúráról. A harmadik negyedéves áruforgalmi adatok szerint továbbra is dinamikus bővült az export, a bruttó termelés által jelzett lassulás a külkereskedelmi statisztikákban nem volt érzékelhető.

Előző jelentésünkben szoltunk a külkereskedelmi és a GDP-statisztika utóbbi időben megfigyelt elmentmondásairól, illetve arról, hogy ezek bizonytalaná teszik az áruforgalmi statisztika megítélését. Az áruforgalmi statisztika adatai alapján adódó import az elmúlt egy évben ugyanis elmaradt attól,

ami a fogyasztás, beruházás és export becsült importigényességéből következett volna.<sup>3</sup> A harmadik negyedévben a bizonytalanság mérséklődött, mert az import növekedésnek indult, nem nőtt tovább az áruforgalmi és az egyéb makrogazdasági statisztikák által indokolt hiány közötti különbség.

## II-5. ábra

Az áruexport és áruimport alakulása\*



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

Az áruforgalmi cserearányban kapcsolatban továbbra is kedvezőtlen fejleményeket tapasztaltunk. Az augusztusi jelentésben szoltunk arról, hogy már 2004-et is cserearányromlás jellemezte, ami a bruttó hazai reáljövedelem (GDI) GDP-nél lassabb növekedési ütemében is megmutatkozott. A cserearány romlásáról elmondható, hogy hosszabb időszakot vizsgálva nem az energiaárak változására vezethető vissza elsősorban. Több negyedévre visszatekintve megfigyelhető, hogy a teljes áruforgalmi cserearány változását a gépek, berendezések termékkör alakulása dominálja. Az energiaáraknak csak 2005 második negyedévében volt jelentősebb hatása a cserearányra. A kedvezőtlen

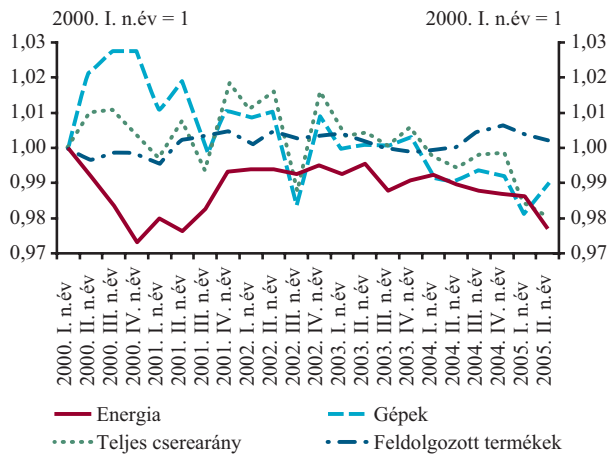
<sup>2</sup> A villamos gépek és műszerek gyártása, illetve a járműgyártás; e két alágazat képviseli a legnagyobb súlyt a gépiparban.

<sup>3</sup> A jelenségről részletesen lásd az augusztusi jelentés IV-5. keretes írását a 65. oldalon.

változás okainak megítéléséhez további elemzésre van szükség. Annyit azonban állíthatunk, hogy a romlás nem általános jelenség a kelet-közép-európai régióban, érdemi romlás csak Szlovákiában és Magyarországon következett be 2001–2005 között.

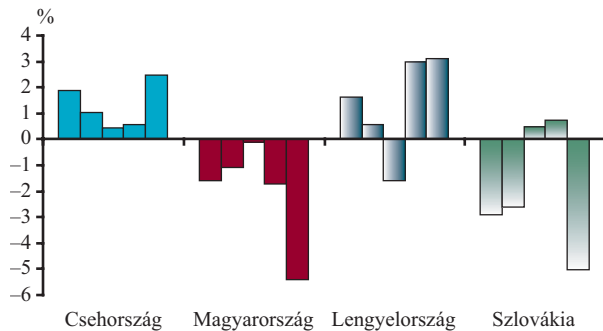
## II-6. ábra

Az áruforgalmi cserearány alakulása



## II-7. ábra

Az áruforgalmi cserearány alakulása a kelet-közép-európai régióban: 2001–2005. július\*



\*Változás az előző év azonos időszakához képest.

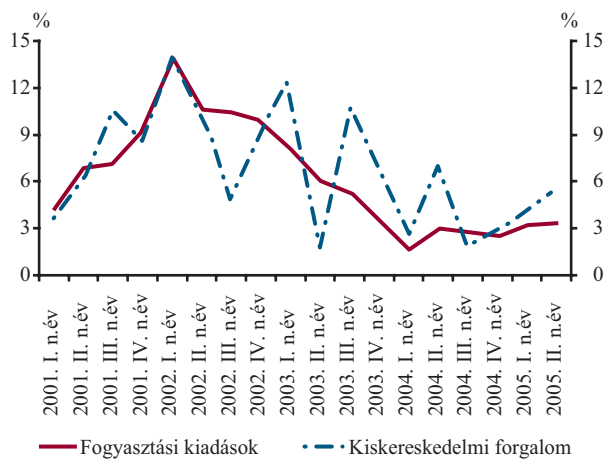
## Élénkülő lakossági fogyasztás – jövedelembővülés és fokozódó hitelfelvétel

A fogyasztást 2004-ben 3 százalékot megközelítő stabil növekedési ütem jellemezte, ami 2005 első felében felgyorsult. A gyorsuló fogyasztásról alkotott képünket erősíti, hogy továbbra is töretlenül a kiskereskedelmi forgalom 2004 közepétől

tartó növekedése. A fogyasztás alakulását két tényező határozta meg az elmúlt negyedévekben. Egyrészt fontos szerepe volt annak, hogy a rendelkezésre álló reáljövedelem gyorsan bővült, másrészt eddig nem tapasztalt mértékűt ért el a lakosság fogyasztási célú devizahitel-felvétele. A gyorsan bővülő lakossági likviditás az egyéb indikátorokkal együtt a fogyasztás további dinamizálódását valószínűsíti az elkövetkező időszakban.

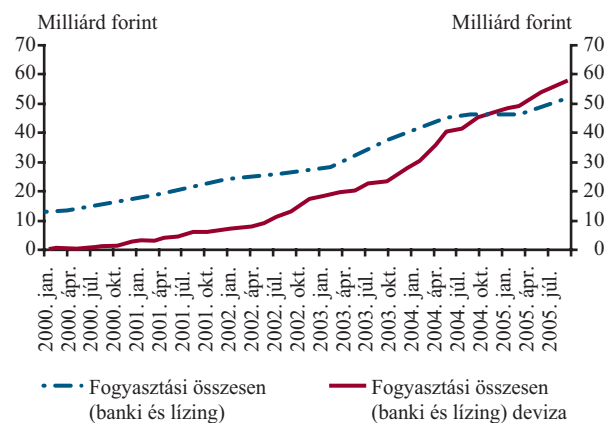
## II-8. ábra

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



## II-9. ábra

A lakosság fogyasztási célú nettó havi hitelfelvétele (bank és lízinghitel együtt)



### Élénk állami, visszafogottabb vállalati beruházási aktivitás

A bruttó állóeszköz-felhalmozás enyhébb visszaesést mutatott a második negyedévben, az első félév egészében mégis igen intenzívnek bizonyult. Előző jelentésünkben a kiugró mértékűnek tekinthető első negyedévi bővülés revíziójára, valamint az utóbbi időben az idősorban felerősödött ingadozás csillapodására számítottunk, azonban egyik sem következett be. A beruházásstatisztika részletesebb ágazati megbontása alapján nagy valószínűséggel állítható, hogy az előzetesen feltételezettnél lényegesen magasabb állami beruházások (főként az autópálya-építés) magyarázzák a bruttó állóeszköz-felhalmozás vártnál nagyobb bővülését az első félévben.

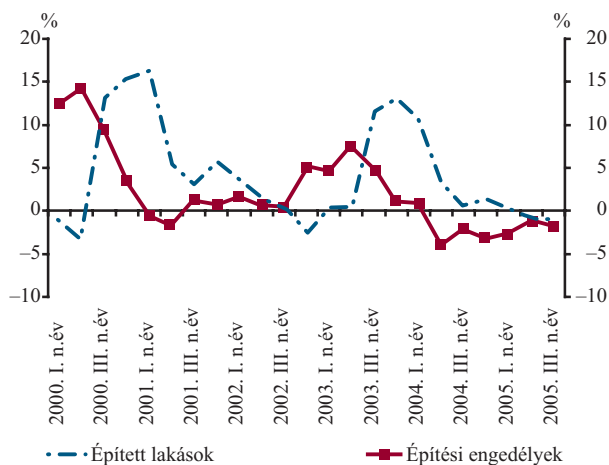
Az állammal szemben a lakossági és a feldolgozóipari beruházások kevésbé intenzív aktivitást jeleznek. A feldolgozóipari beruházások a konjunkturális helyzethez jobban igazodva, mérsékeltbben bővültek a második negyedévben, a háztartások beruházásainak csökkenése pedig folytatódott. Két legfontosabb ingatlanpiaci indi-

kátorunk, a kiadott építési engedélyek és az épített lakások számának alakulása jól mutatja a lakásvásárlási kedv mérséklődését: az engedélyek száma már több mint egy éve csökken, amit ennek megfelelően néhány negyedéves késéssel követ az épített lakások számának mérséklődése.

### II-11. ábra

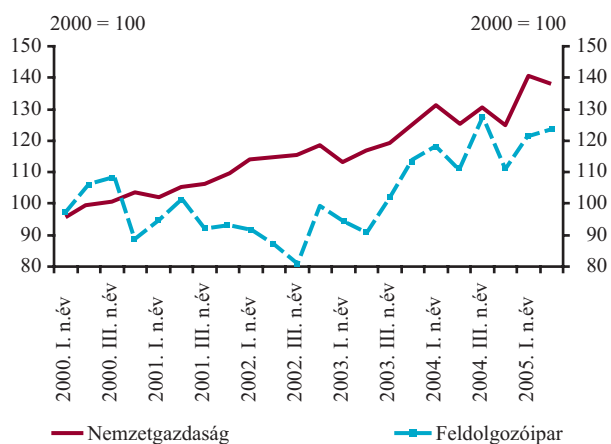
#### A kiadott lakásépítési engedélyek és az épített lakások alakulása

(negyedéves növekedési ütemek)



### II-10. ábra

#### A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása



### Gyorsult a gazdasági növekedés

A bruttó hazai termék 2005 második negyedévében mintegy 4 százalékkal bővült 2004 második negyedévéhez képest.<sup>4</sup> A fokozódó gazdasági aktivitás felhasználási oldalról elsősorban az élénk belső keresleti komponenseknek és a továbbra is kedvező nettó export<sup>5</sup> alakulásnak az együttes eredménye. A felhasználási tételek közül a fogyasztás növekedése némileg gyorsult a második negyedévben, és az első negyedévben meglepően élénknek bizonyult beruházási aktivitás sem vesztett lendületéből jelentős mértékben az év közepéig.

<sup>4</sup> Bár a KSH 2005. október 3-án közzétett tájékoztatója új módszertan szerint számítja a GDP-adatokat (I. erről keretes írásunkat), az egyelőre rendelkezésre álló negyedéves adatok még a régi módszertan szerint lettek publikálva.

<sup>5</sup> A nettó export értékelésekor azonban kellő körültekintésre van szükség az áruforgalmi adatokban meglévő többször említett bizonytalanság miatt.

## II-2. keretes írás: FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok

A KSH 2005. október 3-i adatközlésében visszamenőleg revideálta az éves bruttó hazai termék (GDP) adatokat. A változások jelen esetben két hatás eredőjét tartalmazzák: egyrészt szokásos statisztikai adatrevízió történt (azaz az éves adatok felülvizsgálata a korábbi évekről már rendelkezésre álló új információk alapján, mint adóbevallások, éves vállalati eredménykimutatások és mérlegek stb.); másrészt módszertani váltás történt: a pénzügyi közvetítők közvetetten mért szolgáltatási díja (ún. FISIM) eddig összességében nem növelte a GDP-t, az új számítás szerint azonban mind termelési, mind felhasználási oldalon megjelenik.<sup>6</sup>

Mivel a módszertani változás mind az elemzett periódusban (2002–2004), mind várhatóan a közeljövőben is érdemben befolyásolhatja a gazdasági növekedés üteméről és szerkezetéről alkotott képünket, ezért a továbbiakban csak a revízió ezen típusával kívánunk foglalkozni.

A FISIM újfajta elszámolását minden EU-s országnak be kell vezetnie, jellemzően idén. Az EU és néhány tagállamának (pl. Németország, Anglia) számításai szerint a FISIM új módszertan szerinti elszámolása a nominális GDP szintjét mintegy 1-

1,5 százalékkal emelheti meg, ám várakozásaik szerint a növekedési ütemekre várhatóan nem lesz szignifikáns hatással. Az eddig ismertté vált nemzetközi tapasztalatok ezen várakozásokat jellemzően megerősítik, ám találhatunk olyan országot (pl. Szlovénia) is, ahol az új elszámolás módosította a GDP növekedési ütemét is. A módszertani váltás a magyar GDP nominális szintjét az eddig publikált időszakban (2002–2004) mintegy 0,7-1,1 százalékkal emelte meg, miközben a revideálódó GDP-szintek a gazdaság egyensúlyi állapotát és eladósodási folyamatát jellemző GDP-arányos mutatószámokat érdemben nem befolyásolták. Ugyanakkor érdemben változott a gazdaság növekedési pályája: 2003-ban 2,9 százalék helyett 3,4 százalék, míg 2004-ben 4,2 százalék helyett 4,6 százalék lett az új volumenindex.

A FISIM-es módszertani változásnak a GDP szintjét növelő nominális hatása egyrészt a lakossági betét- és hitelállományok alakulásának, másrészt pedig az ezen tranzakciók kamatain elért különbözethez<sup>7</sup> a függvénye. Míg a hitel- és betétállományok összege várhatóan a jövőben is érdemben emelkedik, addig ezzel párhuzamosan a tranzakciók kamatkülönbö-

### II-1. táblázat

A folyóáras GDP változása a végrehajtott revíziók hatására  
(milliárd forint)

	2002	2003	2004
GDP folyó áron (legutóbbi negyedéves adatközléskor)	16 740,4	18 408,8	20 338,2
GDP folyó áron (régí FISIM-módszertan szerint)	16 757,9	18 447,0	20 265,9
GDP folyó áron (új FISIM-módszertan szerint)	16 915,3	18 650,8	20 413,5
Statisztikai adatrevízió hatása a GDP-re	17,6	38,2	-72,2
Módszertani váltás (FISIM) hatása a GDP-re	157,3	203,9	147,6

<sup>6</sup> A FISIM a pénzügyi vállalatok azon szolgáltatásainak kibocsátásait méri, amelyeknek nincs explicit díja, ezért ellenértéküket a kamatok tartalmazzák. Az eddig alkalmazott módszertan szerint ez a szolgáltatásmennyiség nem került felosztásra, hanem a nemzetgazdaság folyó termelő felhasználásaként teljes egészében csökkentette a gazdaság bruttó hozzáadott értékét. Az új, Eurostat által meghatározott, és az EU minden országában bevezetendő módszertan szerint a FISIM-et fel kell osztani a felhasználó szektorok és ágazatok között. Ennek megfelelően az eddig csak folyó termelő felhasználásként megjelenő FISIM ezentúl lehet folyó termelő felhasználás, végső fogyasztás (főleg lakossági) vagy export is.

<sup>7</sup> Hitelek esetében: kamatkülönbözet = átlagos hitelkamat – referencia kamat, míg a betétek esetében kamatkülönbözet = referenciakamat – átlagos betéti kamat.

## II-2. táblázat

### A GDP főbb felhasználásoldali tételeinek volumenindexei

(százalékos változás az előző évhez képest)

	2003		2004	
	Korábban	Aktuális	Korábban	Aktuális
Háztartások fogyasztási kiadása	7,8	8,5	3,1	3,2
Közösségi fogyasztás	6,5	11,2	-3,9	0,9
Természetbeni transferek	4,9	4,8	-0,2	2,6
Összes végső fogyasztás	7,1	7,8	1,7	2,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,5	2,5	7,9	8,4
Bruttó felhalmozás	1,3	1,0	3,7	2,8
Belföldi felhasználás	5,7	6,2	2,2	2,8
Export	7,8	7,8	14,9	16,4
Import	11,0	11,1	11,6	13,2
GDP	2,9	3,4	4,2	4,6

zetének – részben a piaci verseny éleződésének, illetve a kamatkonvergencia folytatódásának hatására bekövetkező – mérséklődésére számíthatunk. A nominális GDP növekedésére gyakorolt hatás e két jellemzően ellentétes változás eredője. A gazdaság reálnövekedési üteme esetében ugyanakkor egyértelműen pozitív növekedési hatásra számíthatunk<sup>8</sup>, amit a

pénzügyi közvetítő rendszer – főleg a lakosság felé való – fokozatos, trendszerű mélyülése indokol. Azaz amikor és ameddig trendszerűen nő a lakossági banki hitelek és betétek GDP-hez mért aránya – vagyis a nominális állományok növekedési üteme meghaladja a nominális GDP növekedésének ütemét – számíthatunk reálnövekedési hatásra is.<sup>9</sup>

A kelet-közép-európai régió gazdasági aktivitásáról vegyes kép rajzolódik ki az egyes országok növekedési adataiból.<sup>10</sup> Néhány negyedévre visszatekintve a térség egyetlen országában sincs arra utaló jel, hogy a növekedés jelentősen gyorsult volna, az egyes országok bruttó hazai termék idő-

sorai sokkal inkább éves szinten 4-5 százalék körüli növekedési dinamikáról tanúskodnak. Az egyetlen kivétel Lengyelország, ahol a 2005 második negyedévi adatok alapján meredeken, 1 százalék körüli mértékre csökkent a gazdasági növekedés üteme. Augusztusi jelentésünkben az ak-

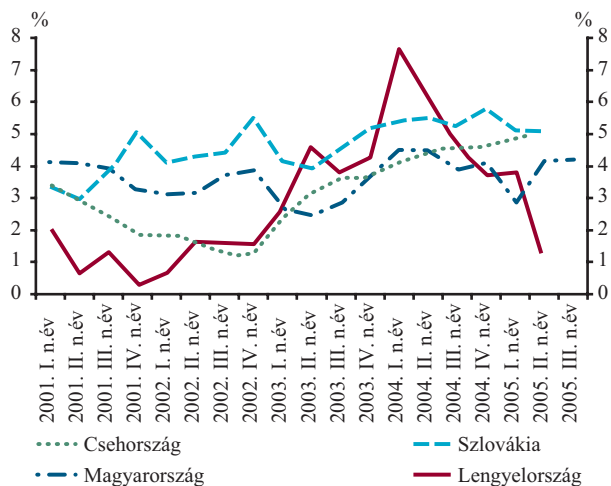
<sup>8</sup> Ennek mértéke évi 0,3-0,5%-os lehet.

<sup>9</sup> A FISIM bázisáron számított értékét az alábbi képlettel számíthatjuk ki mind a hitelek, mind a betétek esetében: FISIM (bázisáron) = (FISIM folyó áron/árindex) × (bázisidőszaki kamatkülönbözet) / (tárgyidőszaki kamatkülönbözet). Ha figyelembe vesszük, hogy a folyó áras FISIM a nominális állomány és a tárgyidőszakra számított kamatkülönbözet szorzata, akkor láthatjuk, hogy a bázisáron számított FISIM a (Nominális állomány/árindex) × (bázisidőszaki kamatkülönbözet) képlettel megkapható. Ezen érték éves dinamikája már csak a reálállomány növekedési ütemétől függ.

<sup>10</sup> Amíg zajlik az Európai Unióban a FISIM-korrektció átvezetése a GDP-statisztikán, az egyes országok növekedési ütemeit a korrekció előtti adatok segítségével lehet összevetni.

## II-12. ábra

**A GDP növekedése\* térségünkben**  
(éves növekedés)



\*FISIM-korrekció előtti adatokból számított növekedési ütemek, a harmadik negyedéves magyar adat az Ecostat gyorsbecsléséből visszszámolt MNB-becslés.

kori adatok alapján a magyarországi növekedés az alacsonyok közé tartozott a térségben, azonban az újabb lengyel adatok némileg átrajolták a képet, amely szerint a második negyedévben már csökkent a különbség Magyarország<sup>11</sup> és a régióban élővas Szlovákia, Csehország között, Lengyelország pedig az utolsó helyre került a rangsorban.

<sup>11</sup> Az Ecostat 2005 harmadik negyedévre vonatkozó gyorsbecslése 4,6%. A FISIM-korrekció nélkül számolt ábrán szereplő érték 4,2%.

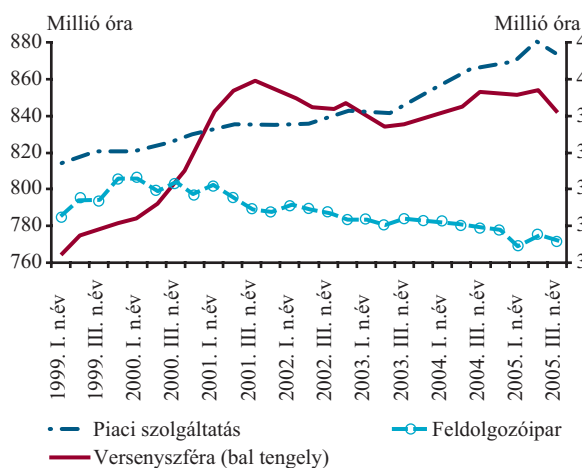
## II. 2. Munkapiac

### *Az élénk konjunktúra ellenére a munkaerő-felhasználás továbbra is mérsékelt*

A külső konjunktúra 2003 elejétől megfigyelhető erőteljes élénkülése a hazai vállalatokat dinamikusan növekvő termelésre ösztönözte. Ezzel párhuzamosan az egyre növekvő beruházási hajlandóságon túl élénkült a gazdaság munkaerő-kereslete is, ez utóbbi mértéke azonban jócskán elmaradt a korábbi évek felívelő konjunkturális ciklusaira jellemző dinamikától. Az elmúlt másfél évben az intenzív hozzáadottérték-növekedés ellenére a munkaerő-felhasználás elsődleges mutatójának számító munkaóratömeg csupán fokozatos, enyhe növekedést mutatott. A folyamatok mögött eltérő ágazati hatások húzódnak meg.

### II-13. ábra

**Munkaóratömeg**  
(millió óra/negyedév)

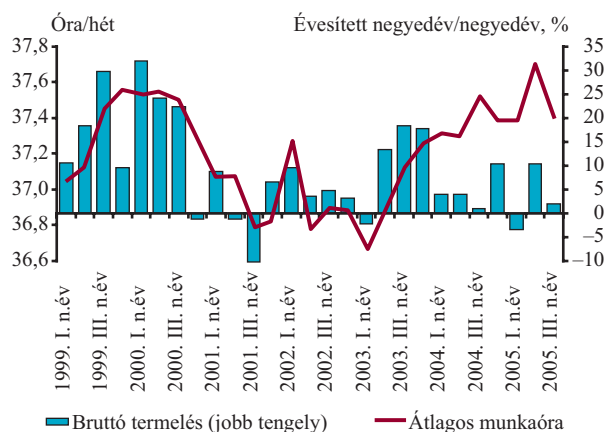


A feldolgozóipar munkaerő-felhasználása a 2003 vége óta tartó ipari konjunktúra ellenére immár ötödik éve gyakorlatilag töretlenül csökken, ami mind a foglalkoztatotti létszám-, mind a munkaóratömeg-statisztikákban megmutatkozik. A csökkenő létszám ellenére a ledolgozott átlagos munkaórák száma intenzíven nőtt. A vállalatok új munka-

erő felvétele helyett tehát inkább a meglévő kapacitásokat használják fokozottabban. A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos munkaóra intenzíven közelít historikus csúcsához. Az enyhe foglalkoztatatlétszám-bővülés és a kiugró átlagóra-statisztika utalhat egyrészt – a folyamatosan bővülő munkakínálat ellenére – továbbra is jelen lévő strukturális munkaerő-hiányra, de utalhat a vállalatok óvatos magatartására is. Ha a vállalatok jelentős része bizonytalan növekedési kilátásait illetően, és a pozitív konjunktúrát átmenetinek ítéli, a költségesebb létszámbeli alkalmazkodás helyett a meglévő munkaerő átlagóráit növeli.

### II-14. ábra

**A feldolgozóipari termelés és a teljes munkaidőben foglalkoztatott fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos munkaórák száma**



Az enyhe létszámkereslet másik magyarázója a vállalatok termelési struktúrájának hosszú távú megváltozása. Az elmúlt években a munkaerő jelentősen megrögzült. A hirtelen megnőtt munkaköltségre a vállalatok jelentős része fokozatos tőke-munka helyettesítéssel reagált. A munka helyettesítése a konjunktúra felívelő szakaszában felgyorsult, ami önmagában növekvő tőkekereslethez és alacsonyabb szintű foglalkoztatottsághoz vezetett.

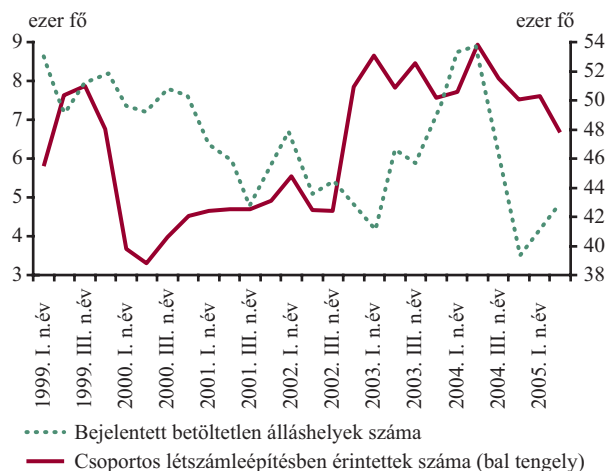
A megdrágult munkaerővel összefüggésbe hozható a hazai textilipar fokozatos visszahúzódnása, amely 2005 folyamán tovább folytatódva alapvetően meghatározta a feldolgozóipari létszám dinamikáját. Az utóbbi hónapok termelési adatai azonban egy esetleges fordulóra hívják fel a figyelmet: a textilipari kibocsátás hosszú éveken át tartó esés után megtorpanni látszik. Mindazonáltal a rendelkezésre álló információ egyelőre kevés annak megítéléséhez, hogy a termelés növekedése mennyire bizonyul tartósnak, illetve miként hat ez az ágazat foglalkoztatottságára.

A szolgáltatás szektor kibocsátása 2004 elejétől új lendületet kapott. A korábbi időszakokkal szemben az elmúlt másfél évben a növekedést inkább a külső konjunktúra vezérli, mintsem a fogyasztás. Ennek megfelelően a szektor munkaerő-felhasználásának növekedése mögött inkább a külső kereslethez és a feldolgozóiparhoz köthető ágazatok, vagyis a kereskedelem és a szállítás, raktározás létszámbővülése áll.

A nemzetgazdaság egészét tekintve ugyancsak enyhe munkakeresletet jeleznek az Országos Munkaügyi Központ csoportos létszámleépítések-re és üres álláshelyekre vonatkozó statisztikái is. A betöltetlen üres álláshelyek száma a 2004-es

## II-15. ábra

A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek és a betöltetlen álláshelyek száma



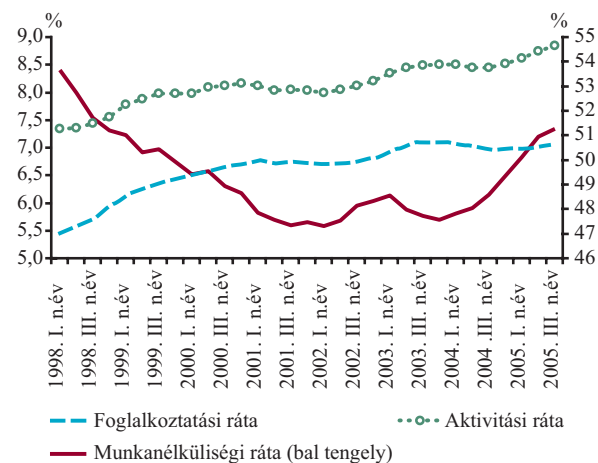
emelkedés után ismét alacsonyabb szintre esett. Ugyanakkor, bár kisebb mértékben, csökkent a létszámleépítések száma is.

## Növekvő aktivitás, tovább emelkedő munkanélküliség

A versenyszféra enyhe munkakereslete és az államháztartásban dolgozók 2003 eleje tartó fokozatos csökkenése eredményeként, nemzetgazdasági szinten a foglalkoztatottak száma 2004 eleje óta gyakorlatilag stagnál. Az aktivitás ugyanakkor az utóbbi időszakban 2003 végi–2004 eleji megtorpanást követően ismét növekedésnek indult. A munkakínálat stagnáló munkakereslettel találkozott, ami 2004 eleje óta növekvő munkanélküliséget eredményezett.

## II-16. ábra

Aktivitás, foglalkoztatottság, munkanélküliség (szezonálisan igazítva)



Az enyhe munkakereslet ellenére növekvő munkavállalási hajlandóság nehezen magyarázható. Folyamatban lévő kutatások első eredményei azt igazolják, hogy az inaktívak egy része közel olyan szorosan kötődik a munkapiachoz, mint a hivatalosan munkanélküli státuszba tartozók, és ez a csoport akár a nemzetgazdasági munkaerő-tartalék részének is tekinthető. A foglalkoztatás ciklusával együttmozgó aktivitásciklus azonban a jelen folyamatokat nem magyarázza.

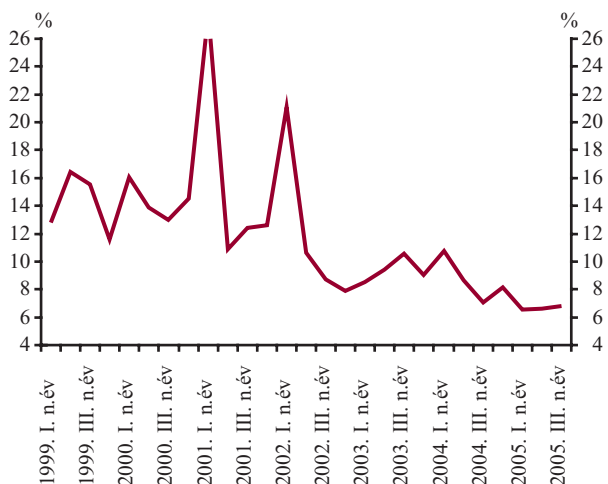
## Tovább csökkenő bérinfláció

A versenyszféra bérinflációja az év első felében tovább mérséklődött. Összhangban az inflációs várakozások fokozatos csökkenésével, a nominális béralkalmazkodás 2004 eleje óta érzékelhető.

A vállalati szféra a 2001 eleje óta tartó dezinflációs trendhez kezdetben nehezen tudott alkalmazkodni. Az infláció hirtelen és nagyarányú csökkenése a vállalatokat meglepetésként érte. Ennek következtében mind az inflációs érzékelések, mind a várakozások sokáig meghaladják a valós árnövekedést, ami magasabb nominális bérmegállapodásokhoz vezethet. A vállalatok az inflációs várakozások csökkenésével sem tudták jelentős mértékben csökkenteni a béreket. Az alacsony szinten rekedt munkakínálat, a képzett szakmunkás munkaerő hiánya, a 2001-es és 2002-es nagymértékű minimálbér-emelések, valamint az állami szféra jelentős bérnövekedése létszámbővüléssel párosulva – tovább szűkítve a versenyszféra potenciális munkaerejét – egymás után érkező csapásokként érték a versenyszféra

## II-17. ábra

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

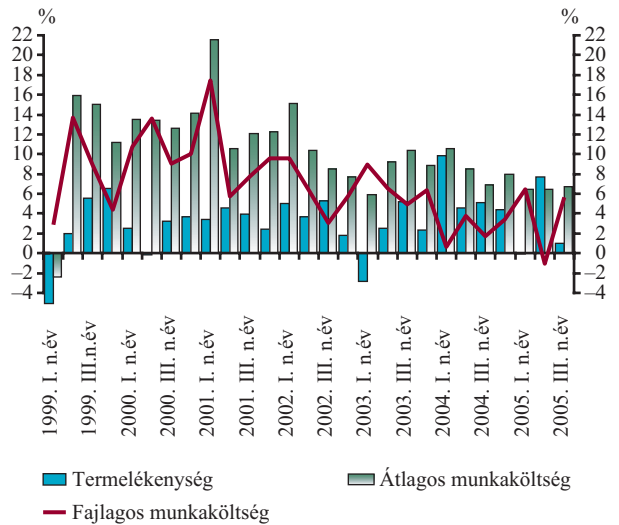


\* A prémiumkorrekció eredményeképp a rendszeres bérelemek dinamikája határozza meg az időszakot. A korrekciót 2004–2005-ben a prémiumkifizésekre saját becslésünk alapján végeztük el.

vállalatait. Mindennek következtében a reál munkaköltségek huzamosabb ideig meghaladták a munkaerő termelékenységét, ami a bérhányad növekedéséhez vezetett.

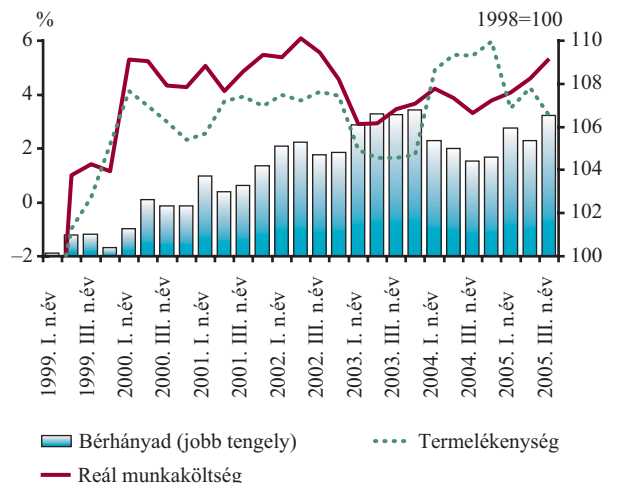
## II-18. ábra

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



## II-19. ábra

**A reálbérköltség, a termelékenység és a bérhányad alakulása a versenyszférában**  
(éves növekedési ütemek és szint)



A magas bérdinamika irányába ható nyomás 2004 eleje óta fokozatosan csökkent. Az ipari konjunktúra erősödése, a növekvő munkakínálat és az enyhe munkakereslet végre teret adott a béralkalmazkodásnak. A termelés racionalizálásának és a tő-

## Magyar Nemzeti Bank

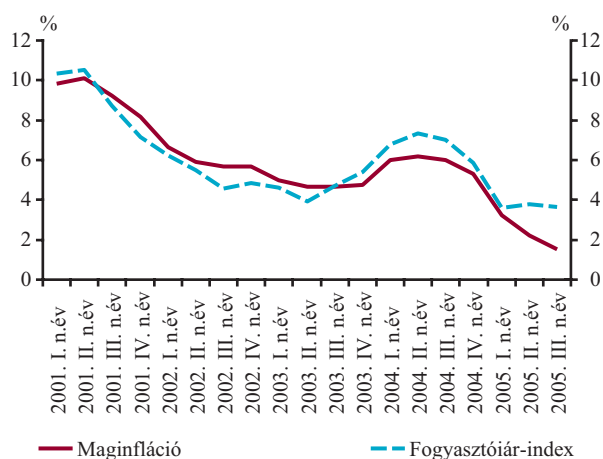
keintenzitás emelésének következményeként 2004 folyamán jelentősen – a reál munkaköltségek növekedését meghaladó ütemben – nőtt a vállalati szféra termelékenységének. 2005-ben látszólag fokozatosan zárult a munkaköltség és a termelékenység növekedési ütemei közötti eltérés, ami immár kiegyensúlyozottabb munkapiaci folyamatokra utal.

## II. 3. Az infláció alakulása

2005 harmadik negyedévében a fogyasztóiár-index 3,7 százalék volt<sup>12</sup>, ami kissé elmaradt a második negyedévi indextől. A maginfláció ezzel szemben jelentősen, mintegy 0,7 százalékponttal 1,5 százalékra csökkent a második negyedévhez képest. Így a fogyasztóiár-index és a maginfláció közötti elnyílás a harmadik negyedévben tovább erősödött, azaz az inflációs nyomás továbbra is elsősorban a maginfláción kívüli tételekhez köthető.

### II-20. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció  
(előző év azonos időszakához képest)

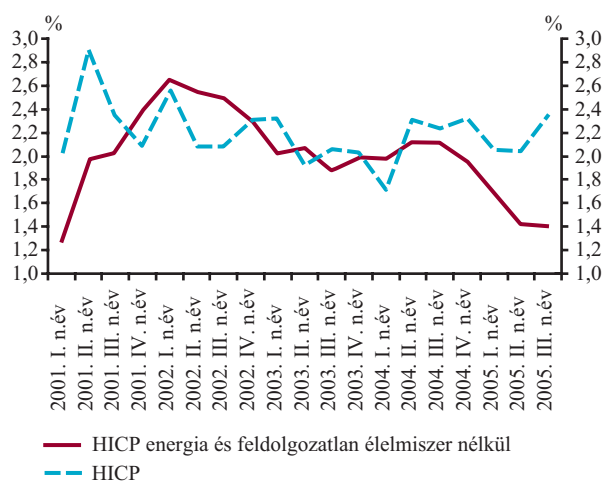


A két inflációs mutató szétnyílása nem csak hazai jelenség, hanem az euroövezetben is megfigyelhető. Miközben erőteljesen emelkedett a döntően a maginfláción kívüli tételek áralakulására ható világpiacon olajár, a maginfláció üteme a fejlett világban jelentősen lassult. A nemzetközi elemzések szerint ez utóbbi folyamat mögött több tényező is állhat, úgymint a termékpiacon verseny globálisan

megfigyelhető erősödése, a fejlett országokbeli monetáris politika antiinflációs hitelessége, illetve a magas olajárak ellenére is mérsékelt bérnövekedés.

### II-21. ábra

Az euroövezet inflációja\*  
(előző év azonos időszakához képest)



\* A szeptemberi adat az Eurostat gyorsbecslése.

### Stabilan alacsony a maginfláció, eltérő folyamatokkal a háttérben

Az év eleje óta a maginfláció stabilan historikusan alacsony szinten, 1 százalék körül stagnált.<sup>13</sup> Az alacsony maginflációs ütem a külkereskedelemben versenyző termékek (az iparcikkek és egyes élelmiszertermékek) alacsony belföldi inflációjának, illetve deflációjának tudható be. Ezzel szemben a külkereskedelemben nem versenyző szolgáltatások inflációja egy viszonylag magas, 6-7 százalékos szinten maradt.

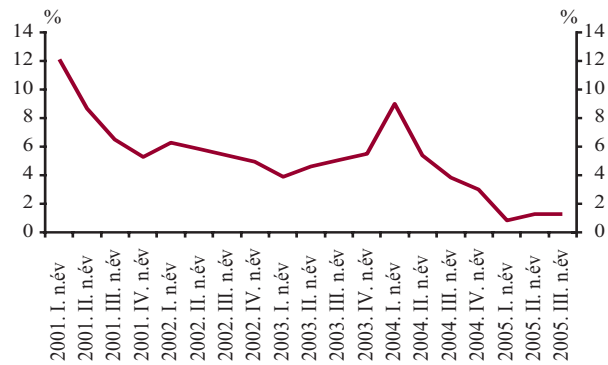
<sup>12</sup> Az októberi inflációs adat 3,2 százalék volt, ami várakozásunknak megfelelő csökkenést jelentett az előző hónapokhoz képest. Míg ugyanis a maginflációs dinamika a korábbi alacsony szinten maradt, a járműüzemanyag soron jelentős csökkenés következett be részben az állami intézkedések (üzemanyagáfa-csökkentés), részben a külpiaci folyamatok miatt. Mindezek következtében a teljes fogyasztóiár-index és a maginfláció közötti rés némileg szűkült.

<sup>13</sup> Az évesített negyedéves növekedési ütemek alapján.

## II-22. ábra

### A maginfláció

(évesített negyedéves növekedési ütem, szezonálisan igazítva)



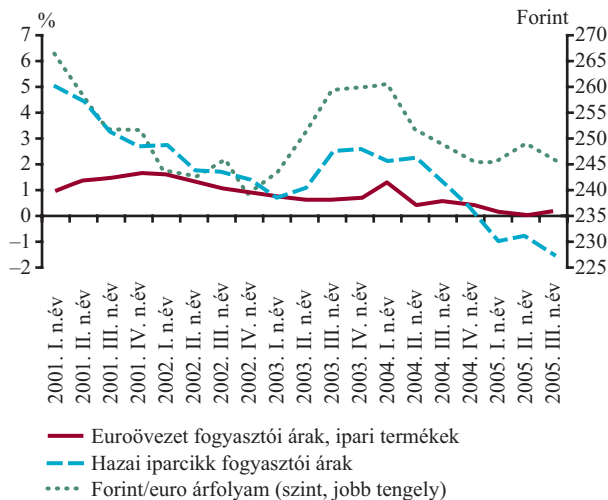
A külkereskedelemben versenyző termékek körében jelentkező dezinflációs/deflációs nyomás csak részben tulajdonítható a tavaly megindult forintárfolyam-felértékelődés belföldi árakba való begyűrűzésének. Emellett jelentős szerepet játszott a belföldi árak alakulásában a világgiazi árak fent említett mérséklődése is, amelyet a historikusan alacsony euroövezeti iparcikk-infláció jól jellemez.<sup>14</sup>

A piaci szolgáltatások esetében az utóbbi időben nem látszódott érdemi dezinfláció, és a szolgálta-

## II-23. ábra

### A hazai iparcikk-infláció és fő meghatározói

(évesített negyedéves növekedési ütem, szezonálisan igazítva)



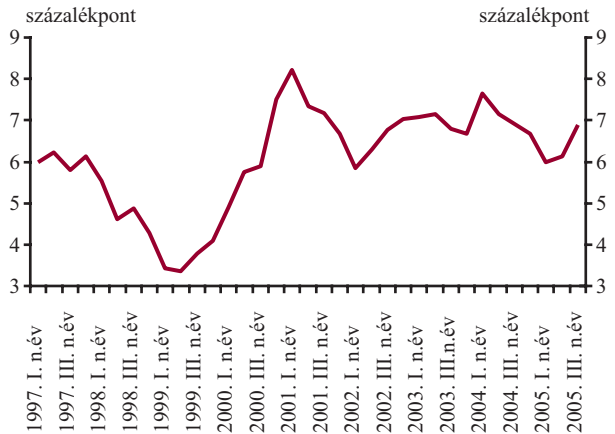
<sup>14</sup> Elképzelhető, hogy a külkereskedelemben versenyző termékek alacsony inflációja részben annak is tulajdonítható, hogy a piaci verseny fokozódásával a termékskála az alacsonyabb minőségű, s ezáltal alacsonyabb árú termékek irányába fokozottan bővült. Ennek következtében a fogyasztói kosárban lefelé minőségi átrendeződés történt. Tovább vizsgálandó kérdés, hogy a fogyasztóiár-index ilyen típusú csökkenése mekkora mértékben jelent „valódi” dezinflációt.

tások, illetve a külkereskedelemben részt vevő termékkör inflációs különbözete az általában alacsony inflációs környezet ellenére is viszonylag magas, 7 százalékos szint körül ingadozott.

## II-24. ábra

### A szolgáltatások és iparcikkek inflációs különbözete\*

(év/év növekedési ütemek különbségei)



\* A 2004 első negyedévében jelentkező kiugrás a 2004 eleji áfaemelés hatása, amely a piaci szolgáltatások árait nagyobb mértékben érintette, mint az iparcikkeket.

Vizsgálataink azt mutatják, hogy a nem szűkülő inflációs különbözetet az utóbbi időben nagyrészt meg tudjuk magyarázni azzal, hogy a külkereskedelemben versenyző termékeket gyártó feldolgozóipar fajlagos munkaköltségének növekedése tartósan és jelentősen elmaradt a szolgáltató szektortól. E sajátosságot, mely a felzárkózó országok általános jellemzője, nálunk az is erősíti, hogy a feldolgozóipari termelésben megfigyelhető a munkaerő tőkével való helyettesítése, ami gyorsítja a feldolgozóipari munkatermelékenység növekedését.

### Az olajár emelte az inflációt

Az alacsony szinten stabilizálódó maginfláció mellett a maginfláción kívüli tételek általában inflációt növelő hatásúak voltak. Bár a feldolgozatlan élel-

miszerek második negyedévi ársokkja, amelyről az augusztusi jelentésünkben részletesen írtunk, a harmadik negyedévre jórészt lecsengett, a világpiaci olajárak és egyes szabályozott árak emelkedésének inflációnövelő hatása továbbra is meghatározó maradt. Ezen belül is az év első három negyedévében – az euróban kifejezett olajárak közel 50 százalékos emelkedése és viszonylag stabil forint/euro árfolyam mellett – a belföldi járműüzemanyag-árak 13 százalékkal emelkedtek.<sup>15</sup>

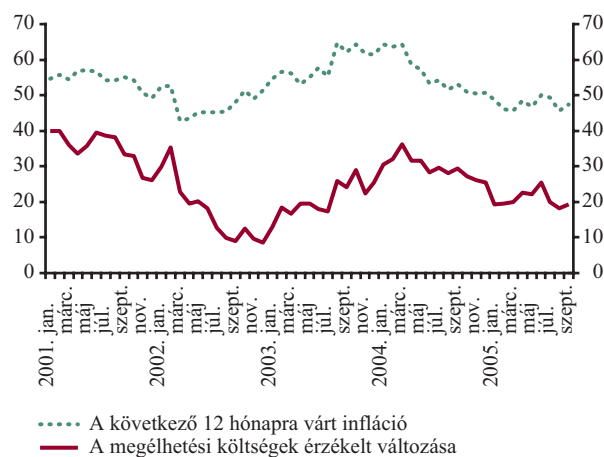
A belföldi fogyasztói árakban az olajár emelkedésének eddig jórészt csak a közvetlen, energijellegű fogyasztási javak árára tett hatásai kezdtek megjelenni. A hatások kibontakozása tehát kezdeti szakaszában van, és – a magas olajárszint tartós fennmaradása esetén – a jövőben további inflációs nyomásra számíthatunk. Ezek a hatások egyrészt a termelési költségeken keresztül megjelenő, ún. közvetett árhatások, illetve az inflációs várakozások esetleges emelkedésén keresztül másodlagos inflációs hatások.

### Az inflációs várakozások csökkenése megtorpant

A monetáris politika szempontjából különösen fontos, hogy a magas olajár, illetve egyes magas ártranszparenciájú szabályozott árú javak belföldi áremelkedése mennyiben járhat a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak emelkedésével, illetve hogy a monetáris politika képes-e lehorgonyozni a várakozásokat. Az emelkedő inflációs várakozások ugyanis a béralkufolyamat során bérinflációs nyomást eredményezhetnek, ami másodlagos hatásként további inflációgyorsulást okozhat. Az elmúlt hónapokban a fejlett gazdaságok jegybankjai is felhívták a figyelmet egy tartósan magas olajárszint veszélyére és az inflációs várakozások emelkedésének eshetőségére. A magyar lakosság körében végzett felmérések alapján eddig sem az érzékelt, sem a várt infláció-

## II-25. ábra

Érzékelt és várt árváltozások a GKI felmérése alapján\*



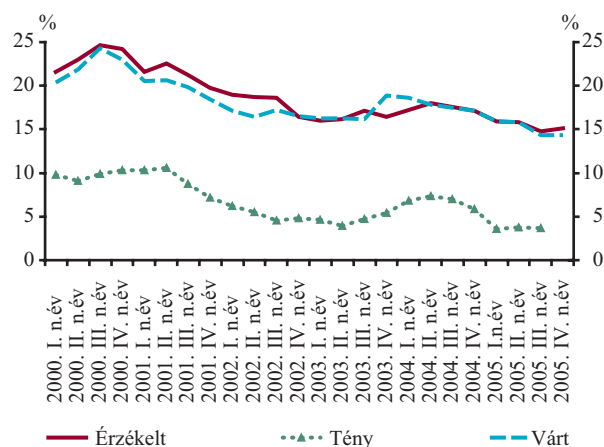
\* Egyenlegmutató, azaz a pozitív (negatív) irányú elmozdulás az inflációval kapcsolatos érzékelés, illetve várakozás emelkedését (csökkenését) jelenti. Forrás: GKI-felmérés, DG Ecfin adatbázis.

ban nem láthatók egyértelmű növekedés jelei. Ugyanakkor azonban figyelemre méltó, hogy a tavalyi csökkenő trend az idei év első felében a GKI és a Medián felmérései szerint is megtorpant, és az utóbbi két-három negyedévben az indexek stagnálást mutattak.

## II-26. ábra

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

(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



\*Az MNB által megrendelt és a Medián által készített lakossági felmérés alapján.

<sup>15</sup> A világpiaci olajár változásának magyar gazdaságra tett hatásairól lásd a III-2. keretes írásunkat.



### III. Inflációs kilátások





Előrejelzésünk szerint a maginfláció jelenlegi alacsony szintre süllyedését okozó keresleti és kínálati tényezők közül számos a következő két évben inflációs hatásúvá válik. Bár várakozásunk szerint ezt a folyamatot 2006-ban az áfacsökkentés hatása átmenetileg elfedi, 2007-re a maginfláció a jelenlegi 1,5 százalékos körüli szintről 3 százalékos körébe emelkedik.

## III-1. ábra

A maginfláció várható alakulása\*  
(évesített negyedéves változás)



\* MNB-becslés.

### III-1. keretes írás: Feltevéseink

Előrejelzésünk során szabályainknak megfelelően az egyes tényezők utolsó lezárt havi (most 2005. októberi) értékét az előrejelzési horizont egészére kivetítjük. Ez alól az olajár-feltevésünk jelent kivételt, aminél a határidős olajárpályával számolunk. Az év végi értékeket tekintve a jegybanki alapkamatnál 6 százalékkal, az ötéves hozamnál 6,67 százalékkal, a forint/euro árfolyamnál 251,7-es, a dollár/euro árfolyamnál pedig 1,202-es értékkel kalkuláltunk. A Brent olajárja lényegében tartósan 60 dollár/hordó körüli árpályát tételeztünk fel. Előrejelzésünket az elfogadott adótörvények és a 2006-os költségvetési törvényjavaslat alapján készítettük. Az elfogadott, illetve tervezett intézkedések összességében fiskális lazítást

eredményeznek. Ezzel párhuzamosan, amint azt az MNB konvergenciajelentésében részletesen elemeztük, a fiskális politika eltávolodott a konvergenciaprogramban vállalt pályától, ami hosszabb távon fenntarthatatlan. A konvergenciaprogramban vállalt pályához szükséges konszolidáció vélhetően rövid távon a gazdasági növekedés mérséklődésével járna együtt, míg az inflációra gyakorolt hatás függ attól, hogy a konszolidáció a fiskális politika autonóm döntése, vagy a nemzetközi pénzügyi befektetők kényszerítik ki. A bizonytalanságok ellenére az alappályában, az előrejelzési szabályainknak megfelelően, az október havi rövid kamat- és árfolyamszint fennmaradását tételezzük fel.

## Élénkülő belföldi konjunktúra, stabil növekedéssel

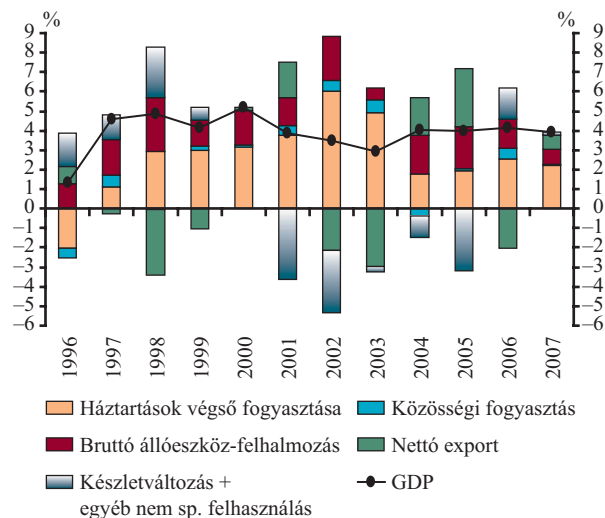
Előrejelzésünk szerint a gazdasági növekedés előrejelzési horizontunkon az elmúlt két évben tapasztalt szint körül, azaz továbbra is 4 százalék körül alakul.<sup>16</sup> A gazdasági növekedés mozgatórugóit tekintve a következő két évben a belső kereslet szerepe várhatóan némileg hangsúlyosabbá válik a külső kereslethez képest. Mindez keresleti oldalról kismértékű inflációs nyomást okoz.

Bár a külső keresletet illetően további mérsékelt növekedésre számítunk, az azonban elmarad az elmúlt két évben tapasztalttól. Ennek hátterében az áll, hogy az európai belső kereslet várható élénkülésének ellene hat a tartósan magas olajárak gazdasági növekedést mérséklő hatása. Mindent egybevetve exportpiacunk mérete a következő két évben előrejelzésünk szerint 4-5 százalékkal növekedhet.

Ugyanakkor a belső kereslet fokozatos élénkülésére számítunk, amiben a fogyasztás és a beruházás várható alakulása egyaránt szerepet játszik. A

### III-2. ábra

Egyes tényezők hozzájárulása a GDP növekedéséhez\*  
(éves változás alapján)



\*A KSH korábbi, FISIM-korrektció nélküli módszertana szerint.

<sup>16</sup> A KSH új módszertan szerinti elszámlolása addicionálisan évente 0,3-0,4 százalékponttal magasabb GDP-növekedést eredményezhet előretekintve. A témáról lásd a II-2. keretes írásunkat.

lakossági fogyasztás dinamizálódását alapvetően a lakosság rendelkezésére álló jövedelem növekedése okozza, amiben szerepet játszik a 2006-os áfacsökkentés, a minimálbér emelése, illetve a családi támogatások növelése is. Emellett a pénzügyi közvetítés további mélyülésére is számítunk, ami a háztartások hitelfelvételi lehetőségeinek további bővülésével járhat. Prognózisunkban a beruházások bővülésének lassulására számítunk, ami elsősorban a vállalati beruházási dinamika mérséklődésének és az állami aktivitás 2006-os élénkülésének eredőjeként áll elő.

## Az infláció kínálati oldali tényezői hosszabb távon vegyessé válnak

Az infláció kínálati oldali tényezői jelenleg deflációs hatásúak. A következő két évben azonban ezek közül számos – így az emelkedő importált infláció, a verseny deflációs hatásának mérséklődése, illetve az elmúlt másfél évben jellemzően kissé gyengébb árfolyam – a jelenleginél magasabb infláció felé mutat. Ezenfelül az olajár historikusan magas szintje – elsősorban mint a termelési folyamat több pontján megjelenő költségtényező – is okozhat a jövőben inflációs nyomást. Ugyanakkor a munkapiaci folyamatok felől a következő két évben nem várható inflációs nyomás, sőt 2007-ben a munkaadói járulékok csökkentése átmenetileg alacsonyabb áremelkedési ütemhez vezethet. Az elmúlt egy évben tapasztalt deflációs folyamat várható fokozatos megfordulását a 2006-os áfacsökkentés átmenetileg elfedi. A következőkben a fenti tényezőket vizsgáljuk meg részletesebben.

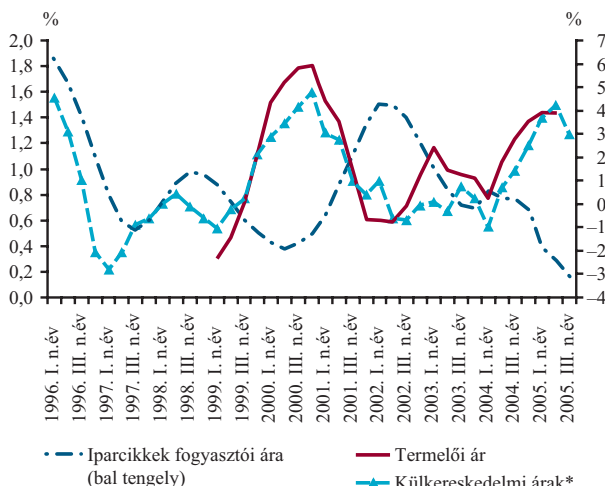
Az inflációs környezet – eltekintve az olajár-emelkedéstől – eddig alapvetően kedvező volt. A világ-gazdaság liberalizációja számos csatornán, például a bérek leszorításán, a verseny fokozásán és

a termelékenység növelésén keresztül dezinflációs hatást fejt ki. Véltetően részben a fent vázolt folyamatokból eredően, az euroövezetben az iparcikkek fogyasztói inflációja historikus mélypontra süllyedt. Ez a dezinflációs hatás a felzárkózó országokban, így Magyarországon is a fejlett országokban tapasztaltnál rövidebb idő alatt bontakozhatott ki, hiszen a gazdasági struktúrák (így például a kereskedelem szerkezetének) átalakulása is szükségszerűen dinamikusabb volt, amit az EU-csatlakozás számos területen tovább fokozhatott. Figyelemre méltó ugyanakkor, hogy az euroövezetben a feldolgozott termékek exportárai, illetve a termelői árak már másfél éve emelkednek. A fogyasztói és a termelői árak elnyílását egyrészt okozhatja az, hogy a magasabb kereskedelmi beszerzési árak csak késleltetetten jelennek meg a fogyasztói árakban, másrészt magyarázhatja a továbbfokozódó verseny is. Mindezt figyelembe véve, előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a nemzetközi inflációs környezet az előrejelzési horizonton némileg kedvezőtlenebbé válik, amiben szerepet játszik a tartósan magas olajár is.

A hazai maginfláció közelmúltbeli csökkenésében véleményünk szerint az erős versenynek is jelen-

### III-3. ábra

Az euroövezet néhány kiemelt árindexe (éves változás)

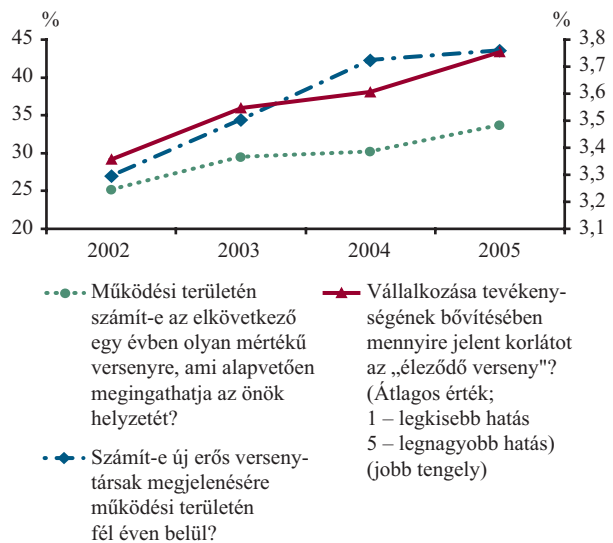


\* Az euróregió országainak súlyozott exportárindexe.

tős szerepe lehetett. A verseny vélhetően a következő években is tovább nőhet, ugyanakkor a kereskedelmi szektorban várható strukturális változások előrehaladtával arra számítunk, hogy annak dezinflációs hatása fokozatosan mérséklődik.

### III-4. ábra

A verseny alakulása a kis és közepes méretű vállalatok megítélése szerint\*



\*EcoStat-felmérés.

Alapfeltevésünknek megfelelően prognózisunkban azzal számolunk, hogy a következő két évben a forint árfolyama az elmúlt másfél évben jellemzőnél kismértékben leértékeltebb lesz, ami szintén magasabb infláció felé mutató tényező.

A fenti tényezőkkel ellentétben várakozásunk szerint a munkapiaci folyamatok – két lényeges szabályozóváltozás miatt – a következő két évben inflációs szempontból vegyessé válnak, de összességében nem eredményeznek magasabb inflációt. Először 2006-ban jelentősen nő a minimálbér, ami némileg magasabb béreket és a munkaköltség növekedését okozza. Ezt követően 2006 végén megszűnik a fix összegű egészségügyi hozzájárulás, illetve 2007 elején csökken a munkaadó által fizetendő társadalombiztosítási járulék. A járulékok csökkentése a vállalatok munkaköltségének csökkentését és profitabilitásának növekedé-

sét jelenti, ami fokozatosan alacsonyabb eladási/fogyasztói árak kialakulását eredményezheti.<sup>17</sup>

A munkapiaci folyamatok eredőjeként a foglalkoztatottak számának emelkedésére számítunk. Ezt indokolhatja egyrészt a tartóssá váló külső konjunktúra, illetve a munkaadójárulék-terhek csökkentése is. Ezzel szemben a munka tőkével való helyettesítésének, illetve a racionalizálásnak a folytatódása a foglalkoztatottság növekedésének ellene hat. Összességében előrejelzési horizontunkon a munkakínálat növekedését meghaladó munkakereslet-növekedésre számítunk, ami a foglalkoztatottság növekedését és a munkanélküliségi ráta fokozatos mérséklődését eredményezi.<sup>18</sup>

A keresleti és a kínálati tényezőknél kívül az infláció alakulását érdemben befolyásolhatja a gazdasági szereplők inflációs várakozása is. Emiatt fontos jelzés lehet, hogy a felmérések szerint az elmúlt negyedévben – a maginfláció fokozatos csökkenése ellenére – az érzékelt és a várt infláció másfél éve tartó csökkenése megállt. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a maginfláción kívüli tételek körében a közelmúltban az infláció feletti áremelkedési ütem nem épül be tartósan az inflációs várakozásokba. Hasonlóan ehhez azt is feltételezzük, hogy a 2006-os áfacsökkenés általános árszintcsökkentő hatása se épül be a tartósan az inflációs várakozásokba.

A fenti tényezőket összegezve megállapítható, hogy előrejelzési horizontunkon az infláció fokozatos növekedésére elsősorban az importversenynek kitett körben számítunk, ahol közvetlenül megjelenhet a növekvő importált infláció hatása, és ahol mérséklődhet a verseny fokozódásából, illetve az elmúlt időszak stabil árfolyamából eredő dezinflációs nyomás.<sup>19</sup> Ugyanakkor az importversenynek kitett kör és a piaci szolgáltatások közötti inflációs különbség várhatóan csak lassan szűkül. Ezt egyrészt magyarázza a két szektor termelékenységének tartós különbsége, másrészt a kissé élenkülő belföldi kereslet is.

*Az egyéb tényezők összességében csökkentik az inflációt, ugyanakkor jelentős kockázatot hordoznak*

A maginfláción kívüli tételek esetében összességében az infláció körüli áremelkedéssel számolunk.<sup>20</sup> Ezen belül ugyanakkor a járműüzemanyagoknál lényegében változatlan árakra számítunk, amit az előrejelzésünkben alkalmazott határidős árak stabilitása indokol. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy az olajárak elmúlt egy évben megfigyelt jelentős emelkedésének hatásai még csak részben jelentkeztek, ami a következő években inflációs nyomást okozhat.

<sup>17</sup> Hosszabb távon ezt kismértékben tompíthatja, hogy a béralkufolyamat eredményeként a vállalatok megemelkedett profitjuk egy részét fokozatosan átengedhetik a munkavállalóknak magasabb bérek formájában, ami a közvetett hatásokon keresztül némileg magasabb inflációt okozhat. Ennek valószínűségét növeli, hogy a 2006-os minimálbér-emelés esetlegesen bértorlódást okozhat.

<sup>18</sup> Fontos megjegyezni ugyanakkor, hogy a munkanélküliségi ráta várhatóan csak lassan mérséklődik, mivel a foglalkoztatottság bővülésének egy része az inaktív munkába állásával magyarázható.

<sup>19</sup> Az említett tartós folyamatot 2006-ban várhatóan elfedi az áfacsökkentés átmeneti árindexmérséklő hatása.

<sup>20</sup> A szabályozott termékek esetében előrejelzési szabályunknak megfelelően a maginfláció 1,3-szorosával megegyező áremeléssel kalkuláltunk. A feldolgozatlan élelmiszereknél a mostani árszintről kiinduló mérsékelt, infláció körüli áremelkedéssel számolunk, amit a mezőgazdasági termelői pályák feltételezett alakulása vezérel.

### III-2. keretes írás: Az olajár emelkedésének belföldi inflációs hatása

A világgiazi olajárak a 2005 eleji hordónkénti 40 dollár körüli szintről az év közepére 60 dollár fölé emelkedtek és azóta lényegében ezen a szinten stabilizálódtak. Előrejelzésünkben – az októberi átlagos határidős áraknak megfelelően – a hordónkénti 60 dolláros árak fennmaradásával számoltunk. Kérdés, hogy mindez hogyan hatott aktuális előrejelzésünkre. Ahogy azt már korábban is leírtuk, az olajár alakulása több csatornán keresztül hat a hazai árakra.<sup>21</sup> Egyrésztől közvetlenül is megjelenik a hazai energiaárakban. Ezenkívül vannak közvetett hatások, amelyek döntően a szállítási költségeken és az alapanyagárak begyűrésén keresztül érvényesülnek. Ezeket a hatásokat tompítják vagy felerősítik a közvetett, makrogazdasági és munkapiaci alkalmazkodási folyamatok, amelyek jelentős mértékben függenek attól, hogyan alakulnak az inflációs várakozások és milyen gazdaságpolitikai reakciók következnek be.

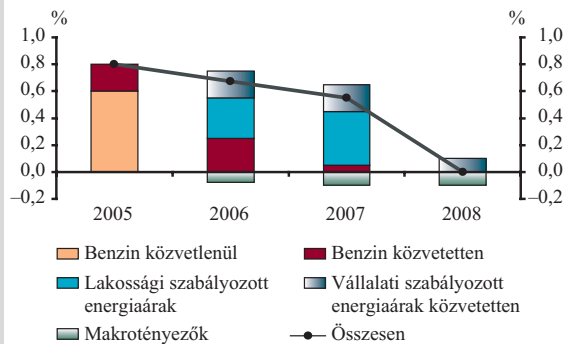
Számításaink szerint a 2004 vége óta tartó (majdnem 50 százaléktól kitevő) olajár-emelkedés összességében és hosszú távon közel 2 százalékkal emeli meg a fogyasztói árak szintjét. Ebből mostanáig bizonyos elemek már megjelentek, mások pedig még nem vagy csak korlátozottan éreztették hatásukat. 2005-ben az olajárak közvetlenül – az üzemanyagok árának emelkedésén keresztül – mintegy 0,6 százalékponttal emelik az inflációt. A magasabb benzinár közvetetten további, mintegy 0,2 százalékponttal magasabb fogyasztóiár-indexet eredményez 2005-ben. Ez a folyamat azonban még az elkövetkező két évben is folytatódik, összesen még mintegy 0,3 százalékkal emelve a fogyasztóiár-szintet.

Fontos hangsúlyozni, hogy a lakossági (szabályozott) energiaárakra gyakorolt hatás még nem jelentkezett, arra csak a későbbiekben számíthatunk (összességében ez még mintegy 0,7 százaléktól okozhat). A vállalati szabályozott energiaárakban már jórészt megjelent a magasabb olajár hatása, viszont ez a termelési költségek begyűrésén keresztül még mintegy 0,5 százalékkal emelheti az árszintet. Mindezt a makro- és munkapiaci tényezők – a magasabb olajárak miatti alacsonyabb reáljövedelem és fogyasztás – keresletet fékező hatása valamelyest tompítja.

Arról, hogy a hosszú távú hatás milyen időzítéssel jelentkezhet a jövőben, még nincs kellő információnk (pl. nem ismeretes a szabályozott árak jövőbeli alakulása). A jelentésben feltételezett pálya mentén becsléseink szerint 2006–2007-ben évente mintegy 0,6-0,6 százalékkal emeli az inflációt az olajárszint 2004 vége óta bekövetkezett emelkedése.

### III-5. ábra

A magasabb olajárak inflációs hatása\*



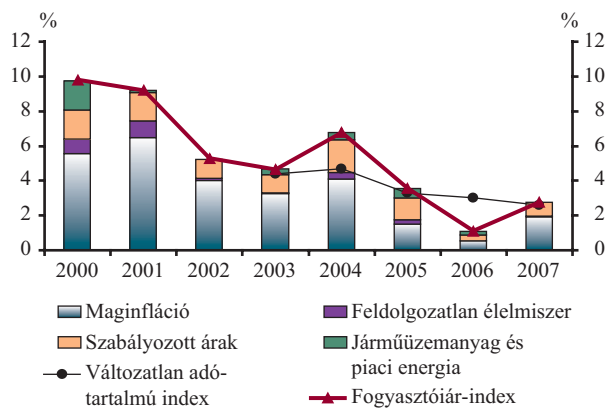
\* Mennyivel emeli az inflációt a 2004 vége óta bekövetkezett olajár-emelkedés egy olyan hipotetikus scenárióhoz képest, melyben az olajár az akkori szinten marad.

<sup>21</sup> Lásd a 2004. augusztusi jelentést.

Az ötéves adócsökkentési program keretében 2006-tól az áfa felső kulcsának mértéke 25-ről 20 százalékra csökken. Becslésünk szerint ennek közvetlen hatásaként a fogyasztóiár-index 2006-ban átmenetileg 1,4 százalékponttal csökken. Emiatt, illetve a maginfláción kívüli tételek alacsony árdinamikája következtében 2006-ban 1 százalék közelébe süllyedhet az éves átlagos fogyasztóiár-index. Ugyanakkor az indirektadó-változások elsődleges hatásától megtisztított változatlan adótartalmú index 3 százalékhoz közel várható.

### III-6. ábra

**Az egyes tényezők hozzájárulása a fogyasztóiár-indexhez (éves változás alapján)**



Hosszabb távon, az áfacskéntés közvetlen hatásának megszűntével, 2007-re 3 százalékhoz közeli infláció várható. Kérdéses ugyanakkor, hogy ez az áremelkedési ütem tartósan tekinthető-e. Egyrészt előrejelzési horizontunk csak két évet ölel fel, amely során számos szabályozói változás várható, azaz nem állíthatjuk bizonyosan, hogy a gazdasági folyamatok autonóm módon tartósan alacsony inflációs ütemet eredményeznek. Másrészt az alacsony maginflációs ütem az importversenynek kitett, illetve az elsősorban belföldi tényezők által meghatározott piaci szolgáltatászektor erősen eltérő inflációs indexéből adódik, vagyis az egyes indexek szórása nagy. Márpedig tartósan alacsony infláció csak akkor várható, ha az – alapvetően az

alacsony inflációval konzisztens béremelkedési ütemnek, illetve inflációs várakozásoknak köszönhetően – a gazdaság egészére jellemző.

### A számszerűsíthető kockázatok kiegyenlítették

Előrejelzésünk körül a szokásosnál is nagyobb mértékű bizonytalanság jelentkezik. Ezen bizonytalanság jó része nehezen számszerűsíthető, és inkább a makrogazdasági pálya fenntarthatóságával kapcsolatos. Ilyen kockázatot jelent az, hogy vajon a költségvetés jövőbeli alakulása milyen hatással lesz a kockázati prémiumra. Annak ellenére, hogy jelenleg már ismerjük a költségvetési törvényjavaslatot, ez a kockázat nem csökkent érdemben, mivel a kormányzat a biztos bevételcsökkenést és transzferkiadás-növekedést részben kiszervezésekkel, részben átmeneti vagy kérdéses hatásosságú kiadáscsökkentési lépésekkel próbálja ellensúlyozni. Ennek eredményeképp összességében ismét lazító hatású lesz a költségvetés, és a hiány sem fog érdemben csökkenni.

A számszerűsíthető előrejelzési kockázatok közül megítélésünk szerint most négy fő tényezőt érdemes kiemelni. Lényeges kockázatot jelent, hogy a jelenleg még kedvező globális inflációs környezet meddig marad fenn. Az is kérdés, hogy az importverseny erősödése (összefüggésben a kereskedelmi szektor versenyfeltételeinek éleződésével is) meddig hat csökkentően az árváltozási ütemre. Másfelől, számos jel mutat arra, hogy a külföldi inflációs folyamatok is megfordulni látszanak. Megítélésünk szerint mind a maginfláció globálisan jellemző csökkenése, mind a verseny fokozódása még csökkentőleg hathat a magyar inflációs folyamatokra, ám ez a hatás főként 2006-ban jelentkezik, hosszabb távú jelentősége lényegesen kisebb.

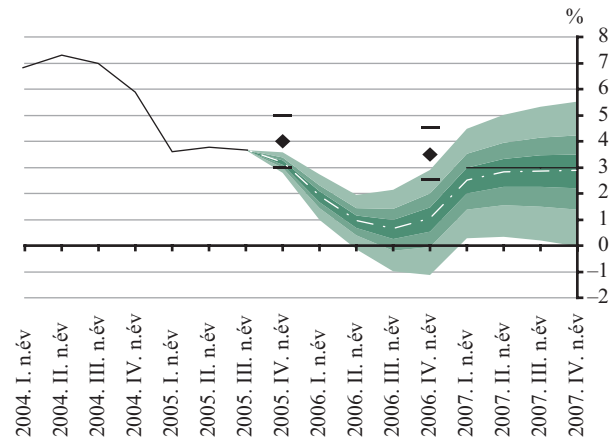
A világgazdasági inflációs tényezők más oldalról az energiaárakban tükröződnek. Bizonytalanság van

a tekintetben, hogy a történelmileg magasnak tekinthető energiaárak milyen mértékben jelentkeznek az inflációs várakozásokban, mennyire épülnek be a nominálbérekbe, és ennek kapcsán a maginflációba. Az energiaárak ezenfelül még a szabályozott energiaárakba is átgyűrűződhetnek, amelynek nagyságrendje és időzítése nagyfokú bizonytalanságot jelent előrejelzési horizontunkon. Megítélésünk szerint ez a hatás a teljes előrejelzési horizontunkon megnöveli egy magasabb infláció kialakulásának a valószínűségét.

Kockázati megítélésünkben nagy súllyal esik latba emellett az is, hogy egy alacsonyabb inflációs környezetben a nominálbér-emelkedés hova tart. Ennek megítélése azért is nehéz, hiszen a munkapiacot két ellentétes irányú hatás éri, a 2006-os minimálbér-emelés a tovagyrűző hatásaiban emelheti a bérinflációt és ezáltal a költségoldali inflációs tényezők szerepét. Ugyanakkor a 2007-es társadalombiztosítási járulék csökkentése viszont munkaköltség-csökkentő tényező. Itt pedig az a kérdés, hogy ez mennyiben épül be a béralkufolyamatba. Jelenleg azzal számolunk, hogy a munkaadók és a munkavállalók közel azonos arányban osztoznak a járulékcsökkentésen. Megítélésünk szerint azonban valamivel nagyobb a való-

## III-7. ábra

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



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

szerűsége annak, hogy a munkaadók bérköltségét csökkenti nagyobb arányban ez a hatás.

Összességében, a monetáris politika szempontjából releváns horizonton, 2007-ben az inflációs előrejelzésünk bizonytalansági eloszlása az inflációs cél körül közel szimmetrikusnak tekinthető. A kockázatok nagyon enyhén egy alacsonyabb infláció felé mutatnak.



## IV. Aktuális kérdések





## IV. 1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz

Az augusztusi jelentés publikálása óta nyilvánosságra került információk fényében számszerűen több ponton változtak ugyan előrejelzéseink, azonban mind az inflációs, mind a makrogazdasági pálya alakulása hasonló az augusztusban változthoz.

Miután a fogyasztóiár-index alakulása a harmadik negyedév folyamán megfelelt az augusztusi jelentés által tartalmazott implicit rövid távú előrejelzéseinknek, 2005-re a fogyasztói árak éves átlagos növekedésére vonatkozó prognózisunk nem változott. A 2006-os inflációs előrejelzésünk fél százalékpontos csökkentésében az játszott döntő szerepet, hogy a bejelentett regulációs és adózással kapcsolatos intézkedések hatásait, melyekre részletek híján egy negyedévvvel korábban csak feltételezésekkel élhettünk, a 2006. évi költségvetési és adótörvény benyújtásával jobban megbecsülhettük. A maginflációs körben a bor jövedéki adóját nem emelték (augusztusban emelésre számítottunk az áfakulcs csökkentése következtében kieső bevételek ellentételezéseként), a dohány jövedéki adóját pedig az augusztusban vártnál csupán kisebb mértékben. A maginfláció nagyrészt ezeknek betudható csökkenésén túl a nyers élelmiszerek áralakulására vonatkozó feltételezéseink is lefelé változtak, továbbá a lakossági gázárak emelésére is később kerül csak sor, ami szintén a szabályozott árak éves inflációját csökkentő tényező. Ez a három termékkör az augusztusi prognózishoz képest 0,7 százalékponttal mérsékelné 2006. évi átlagos fogyasztóiár-inflációt, ezt a hatást azonban némileg mérsékli a járműanyagok és a piaci energia árának magasabb növekedése.

2007-re inflációs előrejelzésünk lényegében változatlan, bár maginflációs előrejelzésünk némileg csökkent. Bár a keresleti oldal némileg élénkebb, a forint árfolyamára vonatkozó feltevésünk pedig valamivel gyengébb, a piaci szolgáltatások/ipar-cikkek inflációs különbségére vonatkozó képünk lefelé módosult, mivel úgy véljük, hogy a két szektor termelékenységekülönbsége hosszú távon nem indokolja a jelenlegi inflációs differencia fennmaradását. Emellett hangsúlyosabban vettük figyelembe, hogy 2007-ben a tb-járulék csökkentése magasabb vállalati profitokhoz vezet, ami árcsökkentést tesz lehetővé a vállalatok számára (ezt a hatást némileg mérsékli, hogy a magasabb profit egy részét bérnövekmény formájában a vállalatok megosztják a munkavállalókkal).

A gazdasági növekedést illetően az augusztusihoz hasonló pályára számítunk, noha a II.2 keretes írásban említett FISIM-korrektció miatt számszerűen mintegy 0,3-0,5 százalékponttal magasabb éves GDP-bővülést várunk a teljes előrejelzési horizonton, emellett élénkebb belföldi kereslettel számolunk. A lakossági fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás magasabb előrejelzési számait egyrészt a vártnál kedvezőbb második negyedévi fogyasztási, illetve vállalati beruházási tényadatok indokolják. Az előrejelzési horizonton emellett a fogyasztás esetében a már említett fiskális lépések, az állóeszköz-felhalmozás esetében az újonnan kiállításba helyezett nagy vállalati és kormányzati beruházások indokolnak az augusztusihoz képest megemelt prognózist. Mindezek ellenére 2005-ben a belföldi felhasználás egészében nem javul a korábban vártnál képest az alacsonyabb – statisztikai hibát is tartalmazó – készletfelhalmozási pálya

## Magyar Nemzeti Bank

miatt. Így 2005-ös GDP-előrejelzésünk felfelé módosítása a kedvezőbb nettó exportot tükrözi. 2006-ban és 2007-ben azonban várakozásaink szerint már a belföldi felhasználás intenzívebb bővülése eredményez az augusztusban prognosztizálthoz képest magasabb GDP-növekedést, míg a nettó

export (főleg 2007-ben) az augusztusban várthoz képest kissé kedvezőtlenebb is lehet. Előrejelzéseink értékeléséhez mindenképpen figyelembe kell venni azt, hogy ezek – a revideált adatsorok teljes ismerete híján – a revíziót megelőző nemzetiszám-la-idősorokon alapulnak.

## IV-1. táblázat

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

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

<sup>1</sup> Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. <sup>2</sup> Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>3</sup> A KSH a GDP-re vonatkozóan az októberi adatközlésben új módszertant vezetett be (ez az ún. FISIM-korrekció, lásd a II.2.-es keretes írást), ami évi 0,3-0,5 százalékponttal magasabb GDP-növekedést eredményez a vizsgált időszakban. Mivel az új módszertannal készült GDP teljes adatsora, illetve részletei az előrejelzés készítésekor nem voltak elérhetők, előrejelzésünket a korábbi módszertan alapján készítettük; és tájékoztatásul közöljük az új módszer becsült hatásával növelt GDP-értékeket. <sup>4</sup> A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. <sup>5</sup> Az állami körben a 2005 januárjára átkerült, eredetileg 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetések a 2004-es béremelkedési mutatót lefelé, a 2005-öt felfelé torzítják. <sup>6</sup> A KSH munkaerő felmérése szerint. \* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2007-re költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk. \*\* Zárójelben a szökőévhattással korrigált adatok szerepelnek. \*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását. \*\*\*\* MNB-becslés.

## IV-2. táblázat

Főbb feltevéseink változása az augusztusi jelentéshez képest\*

	2005. aug. jelentésben			Aktuális jelentésben			Változás		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Jegybanki alapkamat (%)**	6,75	6,75	6,75	6,00	6,00	6,00	-0,75***	-0,75***	-0,75***
5 éves hozam (%)**	6,25	6,25	6,25	6,67	6,67	6,67	0,42***	0,42***	0,42***
Forint/euró árfolyam	246,9	246,5	246,5	248,0	251,7	251,7	0,4	2,1	2,1
Dollár/euró árfolyam (cent)	124,5	120,5	120,5	124,8	120,2	120,2	0,3	-0,2	-0,2
Brent olajár (dollár/hordó)	54,1	59,5	58,0	55,0	61,0	60,0	1,7	2,6	3,5
Brent olajár (forint/hordó)	10 788	12 181	11 880	10 987	12 782	12 572	1,8	4,9	5,8

\*Éves átlagok, 2005 harmadik negyedétől a 2005. júliusi átlagos árfolyamok, illetve határidős olajárpályá alapján. \*\* Év végi értékek. \*\*\* Eltérés százalékpontban.

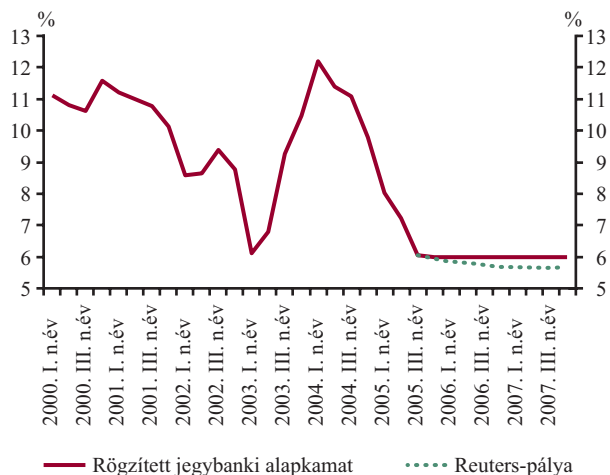
Főbb alapfeltevéseink közül ismét a határidős olajárpályá emelkedését kell kiemelnünk. Emellett alacsonyabb kamat- és gyengébb árfolyamfeltevésel készült előrejelzésünk az augusztushoz képest.

### Egy alternatív kamat- és árfolyampályá hatása

Korábbi gyakorlatunknak megfelelően ezúttal is bemutatjuk, hogyan módosulna előrejelzésünk, ha az általunk használt kamat- és árfolyamfeltevések he-

## IV-1. ábra

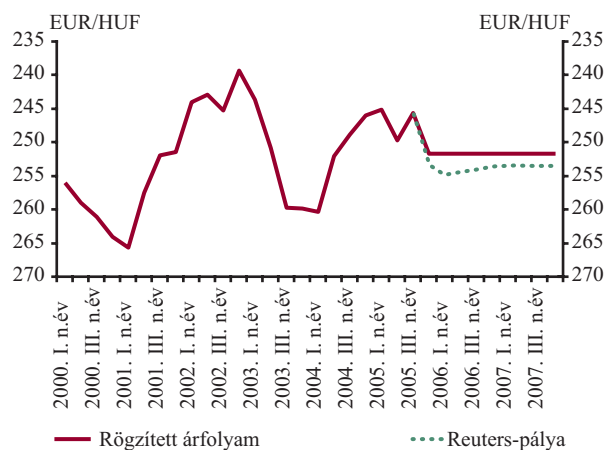
Jegybanki alapkamatpályá a Reuters októberi felmérése és a rögzített kamat feltevése mellett



lyett a Reuters októberi elemzői felméréséből kirajzolódó várható pályával számolnánk.

## IV-2. ábra

Árfolyampályá a Reuters októberi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése szerint\*



\* Fordított skála.

A jegybanki alapkamatot illetően előrejelzésünket a teljes előrejelzési horizonton fix 6 százalékos alapkamat feltételezésével készítettük. A Reuters elemzői a jegybanki alapkamat további, ámbár viszonylag szerény mértékű csökkenésére számítanak, ami 2006 végére az általunk feltételezettnél közel 30 bázisponttal alacsonyabb kamatpályát eredményez. Árfolyamfeltevésünket a teljes előre-

jelzési horizontunkon október kereskedési napjainak átlagos árfolyamán rögzítettük, azaz 251,7 forint/euro szinten. A professzionális elemzők árfolyam-várakozásainak átlaga ennél valamelyest leértékeltőbb pályát mutat (a 2006. év végi eltérés közel 1,2 százalékpont).

A Reuters elemzői által várt kamat- és árfolyampálya alap-előrejelzésünkénél 2005 végére közel azonos, 2006 végére azonban mintegy 0,2 százalékponttal magasabb inflációs prognózist mutatna, míg 2007 végére a különbség 0,1 százalékpont lenne. A GDP növekedésére adott előrejelzésünk az alternatív kamat- és árfolyamfeltevések mellett 2006-ban lenne közel 0,1 százalékponttal magasabb, 2007-ben azonban, legalábbis kimutatásra érdemes mértékben, nem lenne eltérő.

### *Előrejelzésünk összevetve más intézetek prognózisaival*

Az egy negyedévvél korábbi helyzethez hasonlóan továbbra is fennáll, hogy a 2005-ös infláci-

ós folyamatokra, illetve gazdasági konjunktúrára adott előrejelzésünk lényegében megegyezik a többi elemző véleményével. 2006-ra érdemi eltérések mindenekelőtt az infláció tekintetében tapasztalhatók (előrejelzésünk a többi elemző előrejelzésének átlagnál majdnem egy teljes százalékponttal alacsonyabb), ahol a jelentős különbséget az alkalmazott feltevések különbözőségén kívül nagyjából a bejelentett kormányzati intézkedések hatásainak eltérő megítélése okozhatja. Az elemzői körnél valamivel derülátóbbak vagyunk a 2006. évi gazdasági növekedés tekintetében, azonban magasabb költségvetési és folyó fizetésimérleg-hiányt valószínűsítünk. 2007-re az elemzői körből még viszonylag kevés előrejelzés áll rendelkezésre. Akik már közölték prognózisaikat, azokkal az infláció és a GDP vonatkozásában az MNB nagyjából megegyező előrejelzést ad, viszont magasabb folyó fizetésimérleg-hiányt, és visszafogottabb külső keresletbővülést vár.

## IV-3. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2005	2006	2007
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)</b>			
MNB	3,6	1,1	2,8
Consensus Economics (2005. november) <sup>1</sup>	3,5 – 3,6 – 3,7	1,3 – 2,0 (1,9)* – 3,2	n. a.
OECD (2005. november)	3,7	2,0	2,7
Európai Bizottság (2005. ősz)	3,7	2,0	3,0
IMF (2005. szeptember)	4,0	3,6	n. a.
Reuters-felmérés (2005. november) <sup>1</sup>	3,5 – 3,6 – 3,6	1,2 – 1,8 – 2,4	2,4 – 3,0 – 3,8
Világbank (2005. október)	3,6	2,2	n. a.
<b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>			
MNB	3,8 (4,0**)	4,2**	3,9
Consensus Economics (2005. november) <sup>1</sup>	3,2 – 3,9 – 4,2	3,5 – 4,0 – 4,4	n. a.
OECD (2005. november)	4,2***	4,5***	4,3***
Európai Bizottság (2005. ősz)	3,7	3,9	3,9
IMF (2005. szeptember)	3,4	3,6	n. a.
Reuters-felmérés (2005. november) <sup>1</sup>	3,8 – 4,0 – 4,2	3,5 – 4,1 – 4,5	n. a.
Világbank (2005. október)	3,5	3,8	n. a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>			
MNB	7,0	8,3****	8,3****
Consensus Economics (2005. november) <sup>1,2</sup>	6,3 – 7,1 – 7,7	6,5 – 7,7 – 8,8	n. a.
Reuters-felmérés (2005. november) <sup>1</sup>	6,5 – 6,9 – 7,6	6,8 – 7,4 – 8,2	n. a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>			
MNB	8,0	9,1****	8,5****
OECD (2005. november)	8,4	8,7	8,5
Európai Bizottság (2005. ősz)	8,4	8,4	7,7
IMF (2005. szeptember)	8,5	8,0	n. a.
Világbank (2005. október)	7,6	8,2	n. a.
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95) szerint, a GDP százalékában</b>			
MNB	7,5 – 8,1*****	7,8 – 8,9*****	n. a.
Consensus Economics (2005. november) <sup>1</sup>	5,4 – 6,5 – 7,9	5,5 – 6,5 – 8,3	n. a.
Európai Bizottság (2005. ősz) <sup>4</sup>	6,1	6,7	6,9
Reuters-felmérés (2005. november) <sup>1</sup>	6,1 – 7,4 – 8,0	5,2 – 7,8 – 10,0	n. a.
Világbank (2005. október)	6,1	5,7	n. a.
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések</b>			
MNB	4,1	5,3	4,9
OECD (2005. november) <sup>3</sup>	4,3	6,3	7,3
Európai Bizottság (2005. ősz) <sup>3</sup>	4,9	6,0	5,9
IMF (2005. szeptember) <sup>3</sup>	4,2	4,9	n. a.
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések</b>			
MNB	1,5	1,9	2,0
OECD (2005. november) <sup>3</sup>	1,6	2,1	2,4
Európai Bizottság (2005. ősz) <sup>3</sup>	1,7	2,1	2,4
IMF (2005. szeptember) <sup>3</sup>	1,7	2,1	n. a.

Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések; így közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval. \* A zárójelben lévő konszenzust az adóhatással nem kalkuláló elemzők kiszűréseivel számítottuk. \*\* Szökőnap-hatástól megtisztítva. \*\*\* Az OECD GDP-előrejelzései a FISIM-korrekció becsült hatását is tartalmazzák. \*\*\*\* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés GDP arányában 0,5 százalékos körüli folyó fizetési mérleget rontó hatását. \*\*\*\*\* A sáv az ESA-módszeren hazai alkalmazásának bizonytalanságát fejezi ki. <sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics-felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középérték) dőlt betűvel azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. <sup>2</sup> A felmérés dollárban adja meg a folyó fizetésimérleg-előrejelzéseket, amelyeket a jelentésben feltételezett euro/dollár árfolyammal számítottuk át. <sup>3</sup> MNB által számolt értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől. <sup>4</sup> Az összehasonlíthatóság érdekében korrigáltuk a magán-nyugdíjpénztári rendszerbe való befizetésekkel. Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2005. november); European Commission Economic Forecasts, 2005. ősz; IMF World Economic Outlook (2005. szeptember); Reuters-felmérés 2005. november; World Bank EU-3 Quarterly Economic Report (2005. október); OECD Economic Outlook (2005. november).

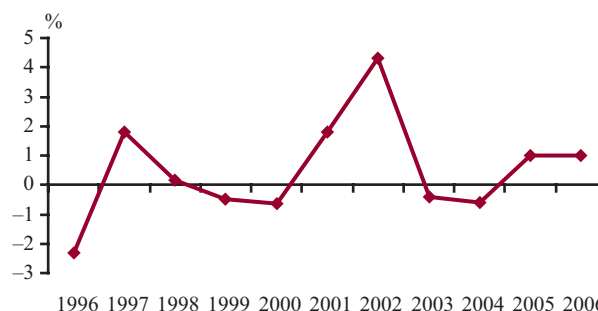
## IV. 2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

A fiskális politika 2005–2006 során jelentősen lazítja az aggregált keresletet (becslésünk szerint évente a GDP egy százaléka körüli mértékben), azaz a tágabban értelmezett állami szektor 2004-hez képest fokozott mértékben bővíti a többi gazdasági szektor jövedelmét.

Előrejelzésünk szerint – további egyenlegjavító intézkedés hiányában – jövőre nem csökken, sőt akár jelentősen emelkedhet is az ESA-hiány az idei évre várhatóhoz képest. Ennek oka, hogy az adócsökkentések bevételt mérséklő hatását, valamint a jóléti kiadások növelésének hatását csak részben képes ellensúlyozni a beruházások csökkentése, az önkormányzati rendszer finanszírozásának mérséklése, a költségvetési intézmények kiadásainak visszafogása. Továbbá, a kormány által

### IV-3. ábra

A fiskális keresleti hatás alakulása 1996–2006 között\* (a GDP százalékában)



\* A 2006-ban várhatóan beérkező Gripen-gépek egységességű elszámolásával. tervezett 2006-os hiánycsökkentés része az állami beruházások jelentős részének a költségvetési elszámoláson kívülre való „kiszervezése” is. Ez több szempontból problematikus: egyrészt azért, mert ESA-módszertani megítélése bizonytalan; más-

### IV-4. táblázat

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

	Tény/becslés		Előrejelzés	
	2003	2004	2005	2006
1. GFS-egyenleg	-6,0	-6,5	-6,1	-8,0
2. Kamategyenleg ESA szerinti korrekciója	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2
3. ESA-egyenleg egyéb korrekciói	-1,3	0,4	(-1,1)–(1,5)	(+0,4)–(0,7)
4. ESA-egyenleg (1+2+3)	-7,4	-6,5	(-7,5)–(-8,1)	(-7,8)–(-8,9)
5. Nemzeti definíció szerinti egyenleg**	-6,5	-5,4	(-6,2)–(-6,6)	(-6,4)–(-7,5)
6. Kvázi-fiskális kiadások és egyéb korrekciók	-1,2	-1,7	-1,4	-2,2
7. Kiegészített (SNA) egyenleg (1+6)***	-8,6	-8,2	-9,4	-10,0
8. Kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg	-4,7	-4,1	-5,3	-6,4
9. Fiskális keresleti hatás	-0,4	-0,6	+1,0	+1,0

\*Az ún. FISIM-korrekció nélkül becsült GDP alapján. Az új GDP-adatsor jövőbeni alkalmazása mintegy 0,1 százalékponttal alacsonyabb hiányszintet jelentene minden egyes évben.

\*\*Az ESA-hiány módosítása a magánnyugdíjpénztárak bevételeinek és kiadásainak beszámításával. Ezt a mutatószámot 2007-től már nem lehet alkalmazni, a 2007. tavaszi (2006-ra vonatkozó) notifikáció során az Eurostat már nem e mutatószám szerint számítja ki Magyarország ESA-egyenlegét.

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

részt attól függetlenül is csak legfeljebb egyszeri, átmeneti „hiánycsökkenést” jelentene, elfedve a tartósan magas eladósodást eredményező folyamatokat. Ez utóbbiak hatását mutatja, hogy – új, egyenleget javító lépések hiányában – a már ismert költségvetési kötelezettségek, valamint az autonóm fiskális folyamatok 2007-re további, a GDP 1 százalékát meghaladó hiánynövekedést jelentenek. Így egyre jelentősebb az eltérés a konvergenciaprogramban elfogadott hiánycéltól, annak megvalósításához jelentős költségvetési kiigazításra lesz szükség.

### *Miért ilyen magas a 2005. évi ESA-hiány?*

Az augusztusi inflációs jelentésben közölt sáv felső határánál is magasabb lesz az idei évi ESA-hiány, mivel az Eurostat olyan ajánlásokat, illetve megállapításokat tett, amelyek szerint a korábban megépített autópálya-szakaszok értékesítéséből származó vételárat nem lehet az ESA-módszer szerint hiányt csökkentő bevételként elszámolni. Az NA Rt. 2005. évi autópálya-építési kiadásait is el kell számolni az ESA-egyenlegben, mivel az év során az építési tevékenység, illetve annak finanszírozása nem került át az ÁAK Rt.-hez, így ezt a

tevékenységet az NA Rt. végezte, amely az államháztartás része.<sup>22</sup> Az augusztusi inflációs jelentésben a várható ESA-egyenleg tartományára adott előrejelzésünk csak a meglévő autópálya-szakaszok értékesítéséből származó bevételek módszertani kockázatát tartalmazta, mert az építési tevékenység átadásának és finanszírozásának konstrukciójáról mi sem rendelkezünk megbízható információkkal.

Alap-előrejelzésünkben a járulékbévételek várható elmaradása és a kiadások túllépése miatt az állami költségvetés pénzforgalmi hiánya a GDP 0,5 százalékpontjával lehet magasabb<sup>23</sup> annál, amit a kormányzat szeptember végén feltételezett, amikor bejelentette ESA-hiánycéljának 7,4 százalékra történő emelését. A célhoz közelebbi, alacsonyabb hiányt eredményezhet egyes bevételek (forgalmi adók, járulékbévételek) és kiadások kedvező év végi alakulása. Egyes kifizetések elhalasztása, vagy az elszámolások időpontjának technikai megváltoztatása (egyes kiadásoknál felmerülhet a kifizetések részleges áthúzódása a következő évre, pl. a lakástámogatások elszámolásának változása, lásd alábbi keretes írásunkat) azonban csak átmeneti hatásúak, és a következő évek hiányszint-növekedését okozzák.

## **IV-1. keretes írás: A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése**

2005 második és harmadik negyedében a jelzálogbankok mérlegében jelentős mértékben növekedett az állammal szembeni egyéb követelések egyenlege. Az állam pénzüzetekkel szembeni tartozásának növekedését elsősorban az okozta, hogy a költségvetés a korábbiakkal ellentétben késlelteteti az	ingatlanhitelekhez kapcsolódó kamattámogatás kifizetését. A kedvezményes ingatlanhitelt nyújtó jelzálogbankok állammal szembeni egyéb követeléseinek (aktív elszámolások és egyéb időbeli elhatárolások) 2005 első tíz hónapjában tapasztalt növekedése arra utal, hogy a ki nem fizetett kamattámogatás ér-
---	--

<sup>22</sup> Bővebben lásd a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* 2005. októberi számának I-2. keretes írását.

<sup>23</sup> A Budapest Airport privatizációjához kötődő – ez évre várható – pénzforgalmi bevételek nélkül. A Pénzügyminisztérium honlapján 2005. november 15-én nyilvánosságra hozott éves költségvetési prognózis jelentős bevétel-növekedést tartalmaz december hónapra az állami vagyon értékesítéséből származó bevételi soron, amely feltehetőleg a Budapest Airport értékesítéséhez kötődik. Feltevésünk szerint a Budapest Airport értékesítéséből származó bevételeket még részben sem lehet elszámolni az ESA-egyenlegben, azaz a GFS-ESA eltérést növeli.

téke 50-60 milliárd forintot is elérhet. A kifizetések későbbre halasztására a PM szóvivői nyilatkozata szerint a jelzálogbankokkal kötött megállapodás keretében kerül sor, melynek értelmében az állam a bankok kieső kamatjövödelmét megtéríti. Amennyiben a kamattámogatások kifizetésére még 2005 folyamán sor kerül, akkor a késleltetés csak a GFS, azaz a pénzforgalmi hiány éven belüli lefutását érinti, az ESA-hiányt nem (azaz a két mutató közti eltérésben jelenik meg). Ha a kamattámogatás kifizetésének egy része 2006-ra toódik, akkor a 2005-ös eredményzemplétű ESA-hiányban ugyan meg kell je-

lennie a 2005-ben esedékes teljes kiadásnak, a GFS-hiányban azonban csak a 2005-ben ténylegesen kifizetett kamattámogatás jelenik meg. Ennek megfelelően a kifizetések késleltetése akár a GDP 0,2-0,3 százalékával mérsékelheti a 2005-ös pénzforgalmi hiányt a jövő évi költségvetés terhére. A jelenleg rendelkezésünkre álló információk alapján nem tudjuk megítélni, hogy a kamattámogatás késleltetett kifizetéséből eredő kötelezettség módszertanilag az államadósság részét képezi-e, ezért a 2005 év végi államadóssággal kapcsolatos módszertani kockázat megnövekedett.

*A 2006-os ESA-hiánycél további egyenlegjavító intézkedések nélkül előreláthatólag nem teljesül*

A költségvetési törvényjavaslat 6,1 százalékos hiánycél tartalmaz. Ez ESA-statisztikai elszámolás szerint valójában 6,6 százalékos célkitűzést jelent<sup>24</sup>, mert a Gripen-beszerzéshez kötődő kiadás nincs elszámolva az ESA-hiánycélban. A Gripen-repülőgépek beszerzését a kiadások között azonban (a fi-

zetési mérleg és a nemzetgazdaság pénzügyi számlái statisztikákkal konzisztens módon) a gépek beérkezésének időpontjában kell elszámolni, összhangban az Európai Bizottság álláspontjával. A kitűzött hiánycél értékelését nehezíti, hogy abban (szemben az idei évvel) költségvetésen kívülre került az állami beruházások jelentős részét adó új autópálya-építés költsége, aminek ESA-módszertan szerinti megítélése kérdéses (lásd alább).

**IV-5. táblázat**

**A 2006-ra várható ESA-egyenleg előrejelzésünk összevetése a hivatalos kormányzati ESA-hiánycéllal (a GDP százalékában)**

Cél értelmezése	1. Nemzeti definíció szerinti hiánycél*	4,7
	2. Magán-nyugdíjpénztári korrekció	1,4
	3. Kormányzati hiánycél nyugdíjpénztári korrekcióval (1+2)*	6,1
	4. A Gripen-beszerzés elszámolása	0,5
	5. Tervezett ESA-hiány (3+4)	6,6
Végrehajtási kockázat	6. A hiány feltételezhető túllépése	1,2
	7. Várható ESA-hiány (5+6)	7,8
Módszertani kockázat	8. Módszertani kockázat (autópálya-építés része az ESA-hiánynak)	1,1
	9. Várható ESA-hiány módszertani kockázattal	7,8–8,9

\*Hivatalos kormányzati hiánycél, a benyújtott költségvetési törvényjavaslat szerint.

<sup>24</sup> A benyújtott költségvetési törvényjavaslat szerinti jövő évi beérkezési ütemezéssel számolva. Lásd a T/17700. számú törvényjavaslat 344. oldalán leírtakat. A beszerzéshez tartozó statisztikai korrekció mértéke a konstrukció pontosítása és a gépek tényleges beérkezéséig függően később még változhat.

Alap-előrejelzésünk szerint további egyenlegjavító intézkedés hiányában jelentős túllépése várható a kormányzati hiánycélokhoz; alappályánk 7,8 százalékos ESA-hiány kialakulását valószínűsíti. A 2006. évi pénzforgalmi hiány-előrejelzésünk – pótlólagos intézkedések nélkül – a kormány által előirányzott 6,9 százalékos hiányszinttel szemben 8,0 százalék körüli hiány kialakulását valószínűsíti. A költségvetési törvényjavaslat ugyanis a több ponton optimista 2005. évi bázisra alapozva tervezte a jövő évi előirányzatok egy részét (járulékbévételek, nyugdíjkiadás, családtámogatási kiadások, önkormányzatok kiadásai), továbbá úgy látjuk, hogy a közszféra dolgozóinak jövő évi béremelésére nincs fedezet a költségvetési intézményi körben.<sup>25</sup> Ezért a központi költségvetési előirányzatoknál azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a GDP 0,3 százaléka körüli, ún. fejezeti államháztartási tartalék képzése az év során nem lesz effektív, hanem elköltésre kerül (részben a megígért béremelés fedezetéül szolgál).

Alap-előrejelzésünkbe beépített, ún. végrehajtási kockázatok (lásd fenti táblázat 6. sorát) meghatározó része a társadalombiztosítási és önkormányzati alrendszerek – általunk prognosztizált – nagyobb hiányához kötődik. A társadalombiztosításnál a járulékok felültervezését és a kiadások (különösen a gyógyszer- és nyugdíjkiadások) alultervezését érzékeljük. A helyi önkormányzatoknál úgy gondoljuk, hogy a központi finanszírozás csökkenése valószínűleg a hiány növekedéséhez vezet, ezért a szokásos ciklusnak megfelelően alakulhat az alrendszer hiánya (a GDP 0,5 százaléka körül). A 2006-ra tervezett költségvetési folyamatokat egyszerre jellemzi az adóterhelés csökkentésére

és a kiadások visszafogására való törekvés. Az adóterhelés csökkentése elsősorban a normál áfakulcs csökkentésén és a tételes egészségügyi hozzájárulás mérséklésén keresztül valósulna meg. Becslésünk szerint az adócsökkentési program végrehajtásának elsődleges hatása a GDP 1,8 százaléka tehető, a másodlagos hatások (a költségvetésnél is jelentkezik kiadásmegtakarítás az áfakulcs csökkenés miatt) és az adóbevétel növelő intézkedések együttes hatása a GDP 0,7 százaléka tehető. Így az adóváltozások nettó hatása a GDP 1,1 százaléka tehető, azaz ennyivel kevesebb adót szed be a központi kormányzat a gazdaság más szektoraitól.<sup>26</sup>

Az adókiengedést a kormányzat a beruházások erőteljes visszafogásával, az intézményi és fejezeti kiadások összességében nominális szinten tartásával, valamint az önkormányzati rendszer finanszírozásának csökkentésével tervezi ellensúlyozni (miközben a családtámogatási kiadások jelentősen növekednek). Központi költségvetési körben jelentősebb beruházásra csak európai uniós társfinanszírozás keretében kerülne sor, kivéve az autópálya-építést, amely államháztartáson kívüli formában valósulna meg. Ennek az Eurostat szerinti megítélése még bizonytalan. A költségvetési intézmények, valamint a fejezeti szintű kiadási előirányzatok GDP-arányos csökkentése azzal a következménnyel járhat, hogy a jövő évi kiadási kötelezettségek egy részét az érintett szervek a következő évre próbálják majd áttolni és/vagy feladataik ellátása nem lesz teljes körű.<sup>27</sup>

Az önkormányzati alrendszer finanszírozásának jelentősebb csökkentése (az szja-zárolást effektív-

<sup>25</sup> A kormányzat béremelési szándéka már bejelentésre került, de arról az érdekképviseletekkel még megállapodás nem született.

<sup>26</sup> A semleges esethez képest, azaz ahhoz a hipotetikus feltételezéshez képest, hogy a 2006. évi adóbevételek az adóalapok növekedésének arányában változnának, növekednének, tehát a GDP-arányos adóterhelés változatlan szinten maradna.

<sup>27</sup> A költségvetési törvényjavaslat szerint a jövő év végén az ún. pénzmaradvány-állomány nem lehet kevesebb, mint az év eleji nyitóállomány. Becslésünk szerint ez az intézkedés a GDP 2 százaléka körüli kötelezettségállomány tovább görgetését jelenti. A fizetési kötelezettségek halasztása forráskivonást jelent a gazdaságból, ez egyben folyamatos jövőbeni kockázatot is jelent a maastrichti fiskális követelmények elérése szempontjából.

nek tekintve a GDP 0,5 százaléka körüli forrás-megvonás látható) azért kockázatos intézkedés, mivel az államháztartás olyan szegmensében vár el a kormányzat jelentősebb kiigazítást, amelynek kontrollálására nincs hatásos eszköze.

**Kérdéses a 2006-ra tervezett ESA-hiány számítási módja**

Az új autópálya-szakaszok építését a kormányzat elgondolása szerint jövőre átvenné az NA Rt.-től egy másik vállalat, amely a jelenlegi statisztikai besorolás szerint nem része az államháztartásnak. Az Eurostat a jövőben dönti majd el, előre meghatározott kritériumok alapján (a vállalat irányítása, tulajdonosi struktúrája, a piaci árbevétel és a költségek aránya stb.), hogy az autópályákat építő vállalat valóban nem lesz-e része az államháztartásnak. Amíg az Eurostat a döntését nem hozza meg, addig a 2006-os ESA-hiányban jelentős, a GDP arányában 1,1 százalékot elérő, magasabb hiány irányába mutató kockázatot jelent ez a tétel;

ami tükröződik alap-előrejelzésünk 7,8–8,9 százalékos sávban való megadásában.

Ettől függetlenül, mivel állami döntéstől függő beruházásról és vélhetően állami vállalatról van szó, az ún. kiegészített SNA-hiányban – közgazdasági hatása miatt – ezt a tételt szokás szerint elszámoljuk.<sup>28</sup>

**A 2006. évi pénzforgalmi hiány-előrejelzés kockázatai jelentősek**

A 2006-ra alapesetben várható 8 százalék körüli hiányt mindkét irányban közel egyszázalékos kockázat övezi. Ennek fő forrásai a várható bevételek, a nyílt végű kiadások és a központi kiadáscsökkentés és zárolás hatásosságának bizonytalansága.

Az adóbevételi előirányzatokhoz kötődő kockázat a szokásosnál is nagyobb, mivel jövőre egyszerre több adónemnél kerül sor jelentősebb változásokra, valamint új adónemek is bevezetésre kerülnek.

Különösen az új adónemek bevezetésének várható hatásainál magasabb a becslési intervallum hibahatára a szokásosnál.

**IV-6. táblázat**

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

GFS-egyenleg alap – előrejelzése: –8,0 százalék			
Az adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek.	+0,3	Az adóbevételek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítottól.	–0,3
Járadékbevételi többlet a jobb 2005-ös bázis miatt	+0,2	A kiadások visszafogását nem tudják teljeskörűen végrehajtani az intézmények.	–0,3
A fejezeti államháztartási tartalék részben zárolható lesz.	+0,2	A nyílt végű kiadások magasabbak lesznek az alappályához képest.	–0,1
Az önkormányzatok pénzforgalmi hiánya alacsonyabb lesz.	+0,1	Az önkormányzatok beruházási kiadásai nagyobbak lesznek, a beruházási ciklus miatt.	–0,1
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,8	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	–0,8
<b>Kedvező esetben a GFS-hiány</b>	<b>–7,2</b>	<b>Kedvezőtlen esetben a GFS-hiány</b>	<b>–8,8</b>

<sup>28</sup> Lásd ennek kapcsán az OECD tanulmányát is; Koen Van den Noord: 2005. *OECD Working Paper* 417.

A kormányzat a kiadáscsökkentési feladatok végrehajtását intézményi hatáskörbe telepítette át, így a korábbiaknál nehezebben ítéltethető meg a kiadáscsökkentési célok végrehajthatósága. A törvényjavaslatban az intézményi kiadások előírányzatait lényegében befagyasztották, ami az intézményi körben feszültségek kialakulásához vezethet feladataik ellátásakor.

Táblázatunkban nincs benne, de jelentősen növelheti a hiányt a kvázi-fiskális adósság esetleges rendezése. A tipikusan kvázi-fiskális tevékenységet végző nagy közlekedési vállalatoknál (MÁV, BKV) jövőre is veszteség várható, s különösen az előbbi vállalat állami garanciavállalás nélkül már hitelképtelen. Ezért fennáll egy évközi adósságvállalás, illetve konszolidáció kockázata. Egy ilyen tranzakció akár a GDP 1-2 százalékával is megnövelheti a pénzforgalmi (és ESA-) hiányt (az ún. kiegészített hiánymutatóban és a keresleti hatásban ez folyamatosan jelenik meg).

### *A ma ismert információk jelentős további hiánynövekedést vetítenek előre 2007-re*

Azokat a determinációkat és kockázatokat számszerűsítettük, amelyek már eddig bejelentett kormányzati intézkedések (döntések), illetve trendszerű folyamatok várható következményei. Becsléseinket az alábbi feltevések felhasználásával készítettük:

- A bejelentett adócsökkentések hatásait a Kormányzóvivői Iroda által nyilvánosságra hozott „Az ötéves adócsökkentési program 13 lépése” című tájékoztató anyagban szereplő intézkedések várható bevételcsökkentő hatásai alapján számszerűsítettük (saját becsléssel).
- A családtámogatási kiadásoknál 2007-re azzal a feltevéssel éltünk, hogy azok valorizálására (a múltbeli tapasztalatok alapján) nem kerül sor.

- Az egyszeri bevételek kiesésénél a pénzügyi társsági különadójának 2007. évi megszűnésével és a gázkompenzációsalap feltöltésével GDP-arányos csökkenésével számoltunk.

- Az eredményszemléletű kamategyenleg változására saját becslést készítettünk.

- Minden más, a determinációk által nem érintett bevételi és kiadási területen a bevételek és kiadások GDP-arányosan változnak, mivel az attól való eltérés már intézkedést feltételez.

A most ismert determinációk hatására, becslésünk alapján, a 2007-es ESA-hiány a GDP további 1,1 százalékkal lenne magasabb, mint az előző évi ESA-deficit. A meghirdetett kormányzati intézkedések (adócsökkentés) a 2007. évi hiányt jelentősen növelnék, és ezt a hatást a kormányzattól független tényezők nem lesznek képesek ellensúlyozni.

Az augusztusi jelentésben is közöltük a 2007-re adódó determinációk egyenlegét, akkor a GDP -0,2 százaléka adódott a várható hatás. Az augusztusi jelentésben jeleztük, hogy az adóintézkedésekre vonatkozó akkori becslésünk a Miniszterelnöki Hivatal honlapján megjelent várható hatásokat elfogadva készült. A 2006. évi adóváltozások ismeretében már teljes körű becslést készítettünk az adóváltozások várható hatásairól. Az augusztusi jelentéshez képest a fontosabb változások a következők:

- Az ötéves adócsökkentési program végrehajtásából származó nettó bevételkiesést magasabbnak becsüljük, mint a kormányzat (az eltérés -0,2 százalék).

- A nyugdíj- és gyógyszerkiadások – az időközben bejelentett intézkedések hatása miatt – a nagyobb hiány kialakulása irányába módosította becslésünket (az eltérés -0,4 százalék).

- Az önkormányzatok beruházási ciklusáról alkotott képünk is megváltozott, az önkormányzatoknak jutott központi források csökkenése miatt a

2006. évi bázis alacsonyabb lehet, így 2007-ben a ciklus visszafordulásának kisebb a javító hatása (az eltérés -0,1 százalék).

• A nettó kamategyenleg alakulására vonatkozó prognózisunk alapján most kisebb javító hatást becsülünk, mint korábban (az eltérés -0,1 százalék).

### IV-7. táblázat

Milyen ma ismert intézkedések és folyamatok hatnak a 2007-es ESA-egyenleg változására?

(a GDP százalékában)

	2007
Bejelentett adócsökkentési program hatása	-1,4
Adócsökkentési program másodlagos hatásai	+0,3
EU-kapcsolatok és vámok	+0,1
Átmeneti bevételek kiesése	-0,2
Nyugdíj- és gyógyszerkiadások	-0,1
Családtámogatási kiadások	+0,1
Egyéb addicionális kiadások	-0,1
Önkormányzatok beruházási ciklusa	+0,1
Nettó kamategyenleg változása	+0,1
<b>Determinációk összesen*</b>	<b>-1,1</b>

\* A negatív szám az egyenleg romlását (a hiány növekedését) jelzi a 2006-os szinthez képest.

## IV. 3. A külső egyensúly alakulása

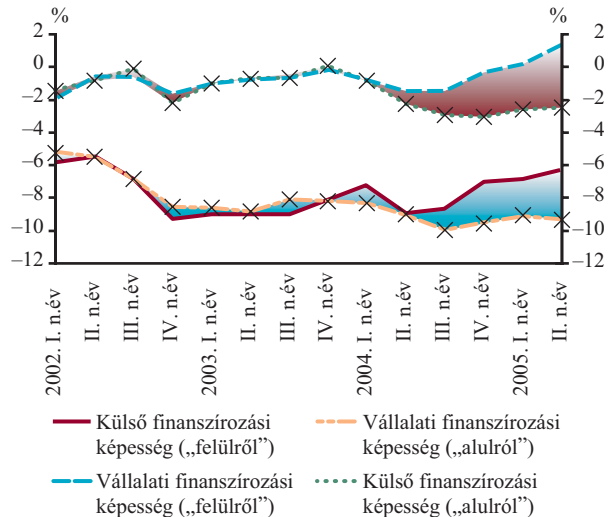
2005 II. negyedévében a folyó fizetési mérleg és a tőkémérleg összegeként adódó külső finanszírozási igény 1,54 milliárd euro volt, míg a folyó fizetési mérleg hiánya 1,7 milliárd eurót tett ki. Az ilyen módon, „felülről” számított külső finanszírozási igény szezonálisan igazított értéke a 2004 II. negyedéve óta tartó, elsősorban az áruimport lassú bővülésével összefüggésben bekövetkező csökkenése után a GDP 6,6 százalékára mérséklődött. A felülről számított külső finanszírozási igény látványos mérséklődése az augusztusi inflációs jelentésben jelzethez hasonlóan továbbra sem tűnik konzisztensnek sem az államháztartási és háztartási szektorok finanszírozási igényének alakulásával, sem a reálgazdasági folyamatokkal.

A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott módszertani váltásnak köszönhetően a külső egyensúlyi folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanság explicitté vált. A fizetésimérleg-statisztika a múltban alkalmazott módszertan szerint a vállalati adatszolgáltatásokból és a pénzforgalmi jelentésekből származó, áruforgalomra vonatkozó adatok eltérését kereskedelmi követelésként, illetve tartozásként számolta el. A két statisztika közötti eltérés elvileg csak a módszertani különbségből (a vállalati jelentések eredmény-, míg a banki jelentések pénzforgalmi szemléletűek), azaz az áru szállításának és a fizetés időpontjának elszakadásból fakadhat, így közgazdaságilag feltételezhető, hogy az eltérés nagyságrendje hosszú távon nem szakadhat el az áruforgalom szintjétől. Az EU-csatlakozás időpontjától azonban a statisztikák közötti eltérés a módszertani különbség által indokoltat meghaladó szintre növekedett, a KSH által publikált külkereskedelmi hiány jelentős mértékben elmaradt a pénzügyi mérleggel konzisztens értéktől. Ennek eredményeképpen a vállalatok kereskedel-

mi követeléseai gyors, közgazdaságilag nem magyarázható növekedést mutattak. A fenti torzító hatást küszöböli ki az a módszertani váltás, amelynek keretében a két statisztika közötti, módszertanilag indokolható szint feletti különbség 2004 II. negyedévéétől a fizetési mérleg „tévedések és hiba” során kerül elszámolásra.

### IV-4. ábra

A vállalati és a külső finanszírozási képesség alakulása\* (a GDP arányában)



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

A revízió, azaz a statisztikák eltéréseinek explicit megjelenítése lehetővé teszi a pénzügyi mérleg egyenlegéből „alulról” adódó külső finanszírozási igény számszerűsítését is. A folyó fizetési és tőkémérleg egyenlegének összegeként számított külső finanszírozási igény folyamatos csökkenésével szemben az „alulról” adódó, szezonálisan igazított külső finanszírozási igény az elmúlt egy évben a GDP 8-10 százaléka között ingadozott. Az EU-csatlakozás következtében előrehozott import és a vámraktárok megszűnésének importtorzító hatásával korrigált, alulról számított, szezonálisan igazított külső finanszírozási igény 2005 II. negyedévében

gyakorlatilag a 2004 IV. negyedéve óta jellemző, 9-9,5 százalékos GDP-arányos szinten maradt.

A GDP-arányos külső finanszírozási igény szinten maradása az államháztartás finanszírozási igényének enyhe növekedése mellett következett be. A szektor finanszírozási igénye a 2005 I. negyedévében tapasztalt jelentős megugrás után a II. ne-

gyedévben sem mérséklődött, és meghaladta a GDP 11 százalékát. A lakosság nettó pénzügyi megtakarításának 2003 II. negyedéve óta tartó lassuló növekedése eközben megtorpant. Az alulról számított külső finanszírozási igénnyel konzisztens vállalati finanszírozási igény eközben enyhén csökkent.

#### **IV-8. táblázat**

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

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

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

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

Előrejelzésünk szerint 2005-ben a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye jelentős mértékben növekedhet, és elérheti a GDP 9,5 százalékát. A háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításai eközben közel hasonló mértékben emelkedhetnek. A vállalati szektor „alulról számított” finanszírozási igénye az első félévben tapasztaltak alapján éves szinten is mérséklődhet. A felülről számított külső finanszírozási igény a GDP 7,4 százalékára mérséklődhet. Az adósságszámokkal konzisztens, alulról számított külső finanszírozási igény azon-

ban várhatóan nem csökken a GDP 9 százaléka alá.

2006-ban az államháztartás finanszírozási igényének várhatóan jelentős mértékű növekedése és a külső egyensúlyi folyamatokkal kapcsolatos egyoldalú kockázatok miatt a GDP-arányos külső finanszírozási igény 1 százalékpont körüli növekedésére számítunk. Az államháztartás finanszírozási igénye a GDP 10,3 százalékára emelkedhet, miközben a háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi megtakarításai legfeljebb kismértékben növekedhetnek. A külkereskedelmi hiánnyal kapcsolatos

módszertani kockázatok miatt arra számítunk, hogy 2006-ban az eredményszemléletű külkereskedelmi hiány közeledik a finanszírozási folyama-

ttal jobban összhangban lévő pénzforgalmi külkereskedelmi hiányhoz, ami ugyancsak a külső finanszírozási igény növekedése irányába hat.

## IV-9. táblázat

### A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete\*

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

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

\*A prognózis 2006–2007-ben tartalmazza a honvédség Gripen-repülőgép-bérletének elszámolása miatt keletkező, a GDP mintegy 0,5 százalékának megfelelő importot.

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

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a reálgazdasági egyenleg hiánya 2005-ben az elmúlt egy évben tapasztalt trendszerű csökkenés hatására éves szinten is számottevő, a reál- és finanszírozási folyamatokkal nem magyarázható mértékben mérséklődhet. A nettó külső adósságállomány gyors növekedése és a jelentős osztalékfizetések következtében a jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya enyhén növekedhet. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya összességében 0,7 százalékponttal maradhat el a tavalyi értéktől. 2006–2007-ben azt feltételezzük, hogy a külkereskedelmi statisztikákkal kapcsolatos bizonytalanság fokozatosan csökken, és 2006-ban az eredményszemléletű külkereskedelmi hiány a gazdasági folyamatokkal jobban összhangban lévő pénzforgalmi adatok által jelzett szinthez közelít, miközben a Gripen-bér-

let egyszeri hiánynövelő hatása is megjelenik az egyenlegben. 2007-ben ugyanakkor a lassuló fogyasztás- és felhalmozásbővülés hatására a reálgazdasági egyenleg hiánya ismét mérséklődhet. A folyó fizetési mérleg hiánya 2006–2007-ben 8,2–8,3 milliárd euro körül alakulhat.

### A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2005 II. negyedévében a hiány finanszírozásában tovább csökkent a nem adóssággeneráló finanszírozás szerepe. A külső finanszírozási igény kevesebb mint 20 százalékát finanszírozta a nettó nem adóssággeneráló forrásbeáramlás, a fennmaradó rész a nettó külső adósság növekedésében csapódott le. A hazánkba érkező nem adóssággeneráló tőke mennyisége ugyan növekedett az előző

negyedévben tapasztalt értékéhez képest, a tőkekiáramlás azonban ugyancsak emelkedett. A nem adóssággeneráló tőkekiáramlás növekedésének háttérében elsősorban a hazai vállalatok regionális terjeszkedése állt. A nem adóssággeneráló finanszírozást csökkentette a külföldiek jelentős részvényeladása is.

Az adóssággeneráló finanszírozáson belül a külföldiek az első negyedéves jelentős állampapír-vásárlások és forintbetét-elhelyezések után a második negyedévben összesen 235 millió euróval csökkentették állampapír- és forintbetét-állományukat. A módszertani revízió hatására megválto-

zott a vállalati szektor nettó külföldi hitelfelvételének múltbeli alakulása. A szektor külfölddel szembeni kereskedelmihitel-követeléseinek lassabb bővülése mellett a vállalatok külfölddel szembeni nettó hitelállománya a korábbi jelentős csökkenéssel szemben stabilizálódott. 2005 II. negyedévében ismét jelentős, 1 milliárd eurót meghaladó mértékű volt a bankok – elsősorban háztartásoknak nyújtott devizaalapú hitelt finanszírozó – devizaforrás-bevonása. Az I. negyedévben tapasztalt átmeneti lassulás után közel 1 milliárd eurónyi értékben növekedett a háztartások forint-árfolyam-kitettsége.

#### **IV-10. táblázat**

**A külső finanszírozási igény alakulása**  
(millió euró)

	2004				2004. év	2005	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év		I. n.év	II. n.év
<b>1. Külső finanszírozási igény (=1.1.+1.2.)</b>	<b>-1378</b>	<b>-2247</b>	<b>-1589</b>	<b>-1662</b>	<b>-6876</b>	<b>-1374</b>	<b>-1536</b>
1.1. A folyó fizetési mérleg egyenlege	-1324	-2249	-1766	-1797	-7136	-1545	-1701
1.2. Tőkemérleg egyenlege	-54	2	177	135	260	171	165
<b>2. Finanszírozás</b>	<b>1245</b>	<b>2649</b>	<b>1552</b>	<b>2954</b>	<b>8400</b>	<b>2963</b>	<b>2276</b>
2.1. Közvetlentőke-befektetések	445	465	1282	659	2852	663	602
2.1.1. Működőtőke-befektetések külföldön	-353	-229	-57	-217	-856	-412	-741
2.1.2. Működőtőke-befektetések Magyaror.-n	798	694	1339	876	3708	1074	1344
2.2. Konzolidált államháztartás hitelforgalma	904	74	1353	1468	3799	2051	751
2.2.1. MNB-hitelforgalom	-738	-25	-61	-26	-848	-475	37
2.2.2. Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	861	690	450	1579	3579	2051	908
2.2.3. Külföldiek állampapír-vásárlása	781	-592	964	-85	1068	475	-194
2.3. Magánszektor nettó tőkebevonása	34	2018	-378	1240	2915	685	1214
2.3.1. Hitelintézetek forrásbevonása	306	1934	106	1029	3375	864	1287
2.3.2. Portfólióbefektetések	322	98	99	314	833	-175	-308
2.3.3. Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	-594	-14	-582	-103	-1293	-5	235
2.4. Tévedések és kihagyások egyenlege	-138	92	-706	-413	-1166	-436	-341
<b>3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)</b>	<b>-133</b>	<b>402</b>	<b>-32</b>	<b>1292</b>	<b>1528</b>	<b>1589</b>	<b>689</b>

# A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

## 1998. november

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

## 1999. március

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólió-átrendezésének 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

## A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

### 2000. június

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

### 2000. szeptember

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

### 2000. december

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

### 2001. március

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

### 2001. augusztus

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

### 2001. november

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

### 2002. február

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

# Magyar Nemzeti Bank

## 2002. augusztus

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

## 2002. november

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

## 2003. február

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

## 2003. május

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

## 2003. augusztus

Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-bebecslések 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 jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2005

A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84
<b>2004. május</b>	
A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamat egyenleg: 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
<b>2004. augusztus*</b>	
Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világpiaci áralakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83
<b>2004. november*</b>	
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzített az állami költségvetés pénzforgalmikamat-kiadása 2004-ben?	76
<b>2005. február*</b>	
A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése	79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika	85
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása	86
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel	91
<b>2005. május*</b>	
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszak emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91

\* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

# Magyar Nemzeti Bank

Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99
<b>2005. augusztus</b>	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk és az alappálya törékenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
<b>2005. november</b>	
<i>Keretes írások:</i>	
A német konjunktúra kérdőjelei	21
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	26
Feltevésünk	39
Az olajár emelkedésének belföldi inflációs hatása	43
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	56

Jelentés az infláció alakulásáról  
2005. november

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



