



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2006. MÁJUS

Jelentés az infláció alakulásáról

2006. május



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

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

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

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

Az elemzés az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületén készült, Csermely Ágnes igazgatóhelyettes általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, közgazdasági elemzések helyettes vezetője irányította, Jakab M. Zoltán és Vonnák Balázs vezető közgazdasági szakértő segítségével. A publikációt Hamecz István ügyvezető igazgató hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Czeti Tamás, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Hornok Cecília, Jakab M. Zoltán, Kátay Gábor, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Párkányi Balázs, Rékási Róbert, Szabó E. Viktor, Virág Barnabás, Wolf Zoltán. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági és monetáris politikai szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól és a Monetáris Tanácstól, amely a 2006. május 8-i és május 22-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
Az alappálya összefoglaló táblázata	11
1. Pénzügyi piacok	13
2. Az infláció és meghatározó tényezői	19
2.1. Konjunktúra	21
2.2. Munkapiac	27
2.3. Az infláció alakulása	31
3. Inflációs kilátások	37
4. Háttérinformációk és egyensúly	45
4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	47
4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	52
4.3. Külső egyensúly alakulása	58
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2006	61

Összefoglaló

A stabil inflációs környezetet az egyensúlyi kockázatok törékennyé teszik

Alap-előrejelzésünk szerint, amely eddigi gyakorlatunknak megfelelően változatlan rövid kamat- és árfolyamszint feltételezésével készült, hosszabb távon 3 százalék körül stabilizálódó inflációra és lassuló gazdasági növekedésre számítunk. Az államháztartás és a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiánya ugyanakkor továbbra is megkérdőjelezi a makrogazdasági pálya fenntarthatóságát.

A tartósan magas külső egyensúlyhiány mögött elsősorban a magas államháztartási hiány áll, így a makrogazdasági pálya fenntarthatóságával kapcsolatban kulcskérdés az államháztartás hiányának alakulása. Mivel a jelentés lezárása idején nem rendelkezünk információval a fiskális pálya esetleges változásáról, az előrejelzést a „szokásos” feltételes pálya mellett készítettük el. 2006-ban a költségvetési törvény és az ez évi folyamatok alapján a GDP 1 százalékához közeli élénkítő hatással számolunk. 2007–2008-ban évi fél százalék keresletszűkítést tételezünk fel, ami megfelel az előző két költségvetési ciklusban tapasztalt értékek átlagának. Mivel a jelenleg elfogadott intézkedések és determinációk, újabb intézkedések nélkül a hiány egy-másfél százalékos romlását vetítenék előre 2008-ig, az előrejelzésben feltételezett enyhe fiskális szűkítés is 2008-ig a GDP két százaléka feletti intézkedés meghozatalát igényelné.

A bemutatott makrogazdasági pálya érdemben függ egy esetleges költségvetési kiigazítás szerkezetétől. Makrogazdasági előrejelzésünkben egy átlagos szerkezetű kiigazítással számolunk, amely elsősorban a kormányzati fogyasztás és beruházás visszafogásán keresztül valósul meg. Ennek részleteit azonban az államháztartás mérlegének szintjén nem dolgoztuk ki.

A korábbiaknál gyengébb árfolyammal, magasabb olajárakkal számolunk

Előrejelzésünk, szabályainknak megfelelően, az április havi átlagos monetáris kondíciókon, illetve határidős olajárpályán alapul. Ez 265 forint/eurós árfolyam, 6 százalékos rövid kamatszint és tartósan 70 dollár körüli olajár feltevését jelenti. Mindezek a korábbiaknál érdemben magasabb inflációs előrejelzés irányába mutatnak, hatásukat azonban részben tompítja az a tény, hogy jelenleg a trend infláció igen alacsony szinten áll, s érdemi fordulat az inflációs tényadatokban továbbra sem látszik.

Az első negyedévben a trendinfláció 1-2% között lehetett

Az év eleji inflációs adatok értékelését nagymértékben megnehezíti a januári áfacsökkentés, amely becslésünk szerint közel 1 százalékkal mérsékelte a fogyasztói árakat. Az elmúlt negyedévben a trendinfláció 1-2 százalék között alakulhatott, ami azt mutatja, hogy a gazdasági környezet alapvetően dezinflációs jellegű maradt.

Továbbra is folytatódott a teljes fogyasztóiár-index és a maginfláció közötti érdemi elnyílás, amelyet a feldolgozatlanélelmiszer- és benzinárak számottevő emelkedése okozott. Az alacsony inflációs környezet fennmaradását az ez a lehetővé, hogy miközben a munkapiacról nem érkezett érdemi inflációs nyomás, a lakosság fogyasztási kereslete visszafogottan alakult. Ezzel egyidejűleg az európai importált inflációs nyomás emelkedése és a piaci verseny árleszorító hatásának kifutása egyelőre csak mérsékelten jelentkezett.

Tovább mérséklődtek a lakossági inflációs várakozások is, a hosszú távú inflációs kilátások szempontjából további kedvező jelként értelmezhető, hogy a szolgáltatás szektor inflációja – az áfahatást leszámítva – is érdemi csökkenésnek indult.

Élénk külgazdasági és hazai konjunktúra

2005 utolsó negyedében a gazdasági növekedés üteme 4 százalék felett alakult, ami historikusan élénk dinamikának tekinthető. A magas növekedési ütemet egyaránt támogatta az élénk európai ipari konjunktúra és az ehhez kapcsolódó hazai vállalati beruházási aktivitás, illetve az állam élénk beruházási tevékenysége. Ezzel egyidejűleg a lakosság fogyasztási kiadásai visszafogott mértékben bővültek, a lakossági beruházások pedig gyakorlatilag stagnáltak.

Stagnáló munkakereslet, emelkedő munkakínálat, a bérinflációs trend a minimálbér emelése miatt bizonytalan

A munkapiacra a foglalkoztatottság továbbra is stagnált, ezzel egyidejűleg az aktivitási ráta tovább emelkedett. A két jelenség együttesen a munkanélküliségi ráta folytatódó emelkedését okozta, ami 2005 végéig a bérezés visszafogott alakulását tette lehetővé. Az év eleji minimálbér-emelések azonban várakozásunknál nagyobb mértékben emelték a bérindexeket, egyelőre nem látható ugyanakkor, hogy a folyamat mennyiben jelentett érdemi bérköltség-növekedést a vállalati szektor számára és milyen mértékben élénkíti a keresletet.

Előretekintve a fogyasztóiár-index 3% körül stabilizálódhat, de a bizonytalanság jelentős

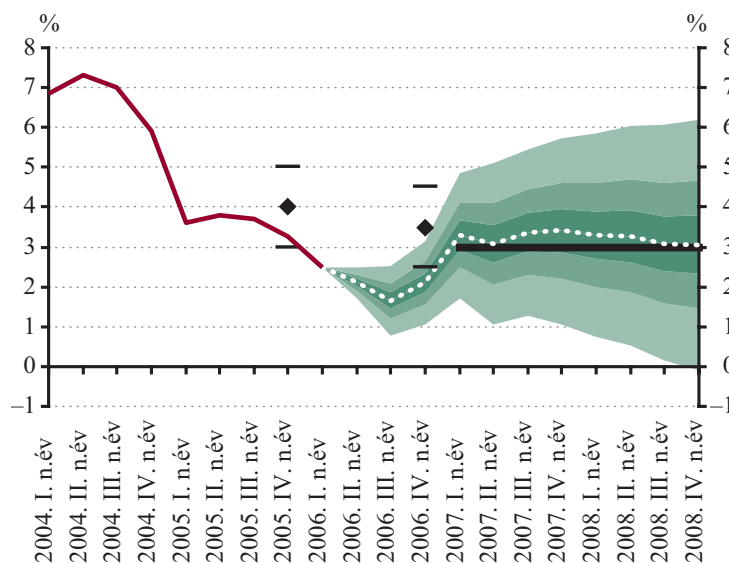
Előrejelzési horizontunkon azzal számolunk, hogy a korábbi, egyértelműen deflációs tényezők, fokozatosan vesztenek jelentőségükből, a legtöbb tényező az infláció emelkedésének irányába mutat.

Egyrészt az európai importált inflációs nyomás emelkedésére számítunk, ami a magas olajárakkal, a korábbiaknál gyengébb forintárfolyammal, és az élénkebb piaci verseny hatásának kifutásával a külkereskedelemben kerülő termékek inflációjának emelkedését okozhatja. Ezzel egyidejűleg rövidebb távon az élénkülő fogyasztási konjunktúra és a gyorsuló bérdinamika a hazai indíttatású inflációs nyomás erősödését is előidézheti. Mindezen tényezők hatására az infláció valószínűleg 3 százalék fölé emelkedhet.

Hosszabb távon azonban az inflációs és a deflációs tendenciák kiegyensúlyozódhatnak. A munkaköltségek visszafogott inflációs hatását több tényező együttesen eredményezi: a munkakeresletnek a munkakínálattól elmaradó növekedése hosszabb távon is jellemző maradhat, amit döntően az elmúlt években általánosan tapasztalt tőke-munka helyettesítés folytatódása illetve a tőkeintenzívebb ágazatok súlyának további emelkedése vezérelhet. A munkaköltségek csökkenésének irányába hat a tb-járulék 2007 eleji csökkentése is. Az említett munkapiaci folyamatok következtében a munkaköltségek alakulása várhatóan – összhangban a termelékenység változásával – kedvező inflációs környezetet biztosít a gazdaság számára. Mindemellett további deflációs hatásokra számíthatunk a fogyasztási és általános konjunktúra lassulása következtében is.

Hosszabb távon enyhén felfelé mutató inflációs kockázatok a cél körül, lefelé mutató GDP-kockázatok az alappálya körül

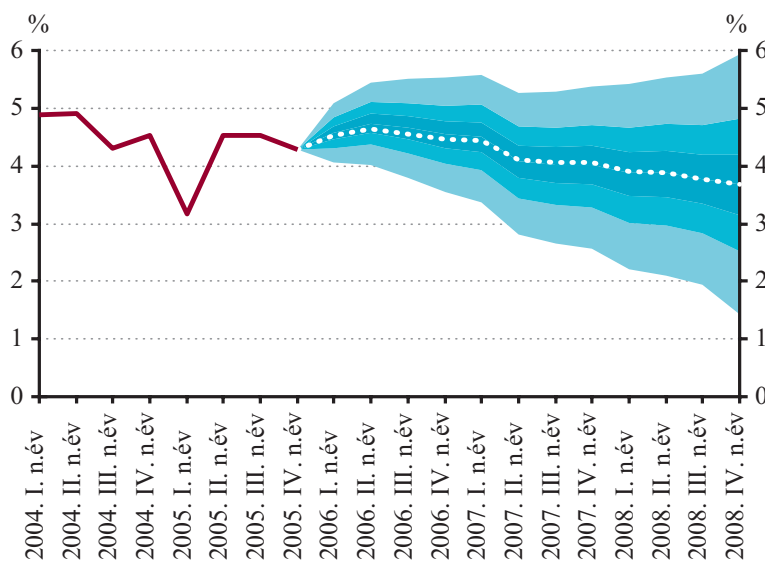
Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megítélésünk szerint az inflációs előrejelzés alappályája körül a bizonytalanság a teljes előrejelzési horizonton kiegyenlítettnek tekinthető. Az inflációs cél körüli bizonytalanság pedig némileg a célnál magasabb infláció felé mutat. Alacsonyabb infláció irányába mutathat az alappályában a tb-járulék csökkentésének vártnál nagyobb dezinflációs hatása és az inflációs várakozások tartós csökkenése. Ezzel szemben magasabb inflációs kockázatot jelenthet az olaj- és a szabályozott árak vártnál nagyobb emelkedése.

Ami a gazdasági növekedés alappálya körüli bizonytalansági eloszlását illeti, ott enyhén lefelé mutató kockázatokat érzékelünk a teljes előrejelzési horizonton. Fő negatív kockázati tényezőként a vártnál erőteljesebb fiskális keresletszűkítés, a minimálbéremelés vártnál nagyobb foglalkoztatási hatásai, az olaj- és szabályozott árak emelkedése lehet. Mindennek némileg ellene hathat, ha a tb-járulék csökkentésére a vállalatok a vártnál élénkebb foglalkoztatással reagálnak.

A GDP-növekedés legyezőábrája



**Alapfeltevéseink érvényessége esetén
a külső egyensúlyhiány magas szinten
marad**

Alapfeltevéseink teljesülése esetén, azaz ha az államháztartás keresletszűkítésének mértéke a GDP fél százaléka körül alakul 2007–2008-ban, a külső egyensúlyhiány tartósan magas szinten marad. A lakossági szektor esetében ugyanis a megtakarítási hajlandóság további számottevő emelkedésére nem számítunk, miközben az állam széles értelemben vett finanszírozási igényében rövid távon romlás várható, hosszabb távon viszont enyhe javulást tételezünk fel. Ezzel egyidejűleg, míg a külkereskedelmivolumen-folyamatok a gazdasági növekedés ütemét emelhetik, a külső egyensúly érdemi javulását a tartósan magas olajárak miatt romló cserearány is hátráltatja.

Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a 4.1. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2004	2005	2006	2007	2008
	Tény/beclsés		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	5,9	2,1	1,0	3,4	3,3
Fogyasztóiár-index	6,7	3,6	2,1	3,3	3,2
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,4	2,0	2,2	2,2	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	-0,4	0,9	0,8*	-0,6*	-0,6*
Lakossági fogyasztás ³	3,1	2,1	3,7	3,4	3,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	8,4	6,6	6,3	2,8	4,4
Belföldi felhasználás ³	2,8	0,2	3,8***	3,6***	3,6
Export	16,4	10,6	13,3	9,6	9,4
Import ⁴	13,2	5,8	12,4***	9,0***	9,2
GDP ³	4,6 (4,4)	4,1 (4,3)**	4,5**	4,2	3,8
Folyó fizetési mérleg hiánya⁴					
A GDP százalékában	8,6	7,3	8,3***	8,2***	8,0
Milliárd euróban	7,0	6,4	7,4***	7,7***	8,0
Külső finanszírozási igény⁴					
A GDP százalékában	8,3	6,5	7,1***	6,8***	6,2
Munkapiac					
Nemzetgazdaság bruttó átlagkereset ⁵	5,9	8,9	6,8	6,2	5,7
Nemzetgazdaság foglalkoztatottság ⁶	-0,4	-0,1	0,2	1,0	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset	9,3	6,9	7,9	6,8	6,1
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	-0,2	0,3	0,6	1,5	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	2,3	4,7	4,3	0,2	2,6
Lakossági reáljövedelem	5,8****	4,3****	4,7	2,6	2,3

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

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

³ A 2000-ig rendelkezésre álló negyedéves adatok ismeretében, aktuális előrejelzésünket már a FISIM új módszertan szerinti elszámolásnak megfelelően készítettük el. Az előrejelzésünk lezárása után, május 16-án beérkezett KSH nemzetiszám-levízió hatását az adatok nem tartalmazzák.

⁴ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁵ Pénzforgalmi szemléletben. Itt megjegyezzük, hogy a novemberi előrejelzés készítésekor eltérő koncepciójú adatokat publikáltunk. Az akkor publikált adatok egyrészt eredmény szemléletben készültek, másrészt beclsést tartalmaztak a munkaügyi statisztika által nem mért, de a KSH munkaerő-felmérése által mért körbéreire.

⁶ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2007-2008-ra 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 beclséséhez ezzel korrigálni kell a feltüntetett értékeket.

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

**** MNB beclsés.

1. Pénzügyi piacok

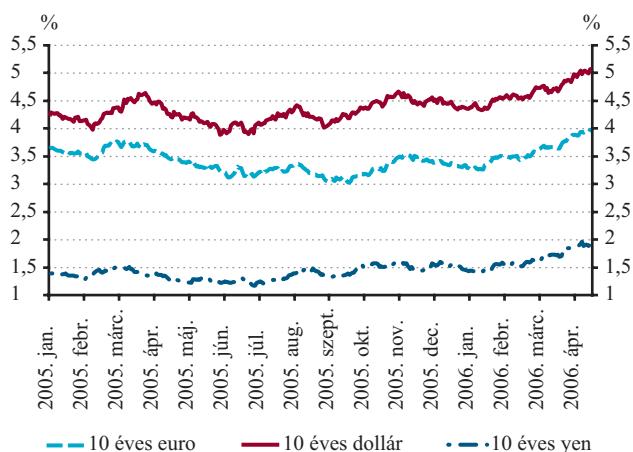




Hosszabb ideje jellemzi a magyar pénzpiacot egy olyan egyensúlyi helyzet, ami a nagyon kedvező és trendjében folyamatosan javuló globális befektetési klímával, illetve a magas költségvetési és folyó fizetésimérleg-hiány kettősségével írható le. Ebben a helyzetben következett be változás március elején, miután a nemzetközi környezet kedvezőtlenebbé vált. Az a tény azonban, hogy az egyes fel-tőrekvő piacokat eltérően érintették a külső hatások, főként az egyes országok fundamentális helyzetének különbségeire vezethető vissza. Az események elindítója a főbb piacokon bekövetkezett hozamemelkedés volt. Az Egyesült Államokban és az eurozónában a várakozásoknál erőteljesebb konjunkturális adatok kerületek publikálására, ami az inflációs félelmek fokozódásával együtt a kamatemelési várakozások erősödését eredményezte. A 10 éves amerikai és európai hozamok 50-60 bázisponttal emelkedtek meg.

1-1. ábra

A 10 éves hozamok alakulása a főbb piacokon



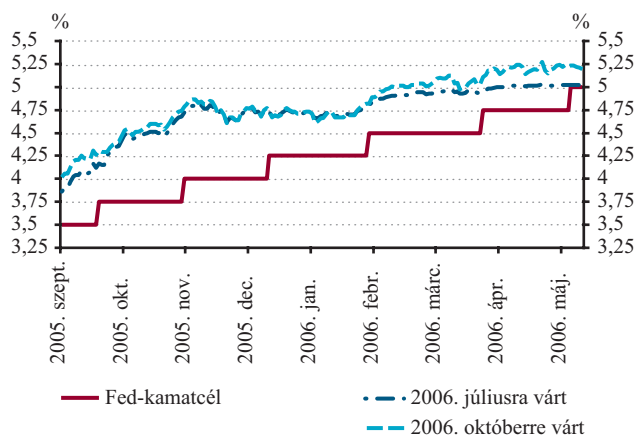
Forrás: Reuters.

A Fed folytatta kamatemelési ciklusát, az FOMC az elmúlt négy ülésén is 25 bázispontos szigorítást hajtott végre. Míg 2005. novemberben a piaci szereplők arra számítottak, hogy 2006 októberére az FOMC 4,75 százalékra emeli az irányadó kamat szintjét, addig áprilisban már 5,25 százalékhoz közeli Fed-kamatcélát áraztak. A Fed a kamatemelési ciklus végéhez közeledik, ami megnövelte az amerikai monetáris politika, illetve a piaci várakozások legfrissebb makrogazdasági adatokra való érzékenységét.

Az EKB 2005 decemberében és a 2006 márciusában egyaránt 25 bázisponttal emelte az irányadó kamat szintjét. A hozamok alapján a piac 3,25–3,5 százalékos irányadó kamatszintet vár, ami 50-75 bázisponttal magasabb a 2005. novemberi várakozásnál. A piac tehát arra számít, hogy idén negyedévente sor fog kerülni egy-egy kamatemelésre.

1-2. ábra

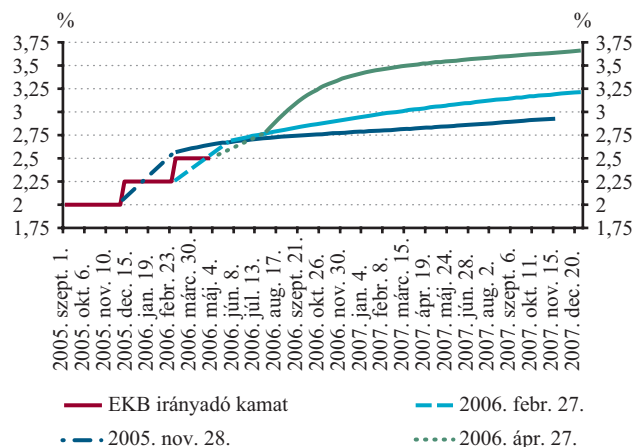
A Fed kamatcéljára vonatkozó várakozások



Forrás: Datastream (<http://www.thomson.com/financial>).

1-3. ábra

Az EKB irányadó kamatára vonatkozó várakozások



Forrás: MNB.

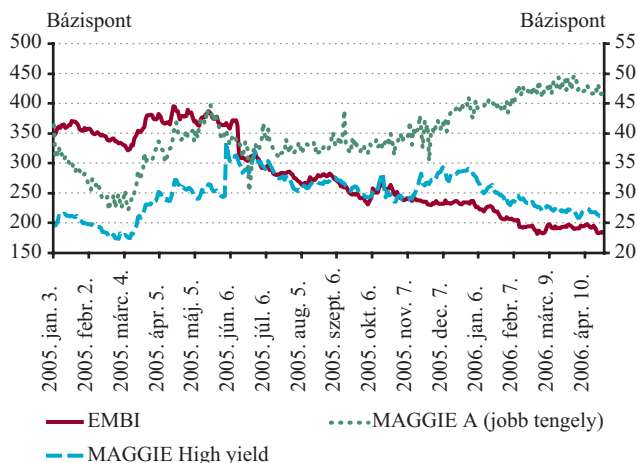
A japán jegybank március közepén jelentette be, hogy felhagy az 5 éve folytatott mennyiségi lazítás politikájával. Ez nem jelenti ugyan a nulla százalék közeli kamatszint rövid távon bekövetkező megemelkedését, de hosszabb távon a hozamemelkedés irányába mutat. Főként ezzel van összefüggésben, hogy a 10 éves japán hozam az elmúlt év végi 1,5 százalék körüli szintről 2 százalék közelébe emelkedett.

A főbb piacokon a kockázatok a kamatszint további emelkedése irányába mutatnak. Noha az Egyesült Államokban a szigorítási ciklus a végéhez közeledik, az eurokamatok emelkedése nyomást gyakorolhat az amerikai hozamokra. Ha továbbra is fennmarad a 10 éves dollár- és eurohozamok között az elmúlt hónapokban megfigyelt 100-120 bázispontos különbség, akkor az európai hozamok emelkedése magával húzhatja az amerikai hozamokat is. A koc-

kázatmentes hozamszint emelkedése pedig csökkentheti a keresletet a kockázatosabb eszközök iránt.

1-4. ábra

Kötvény- és hitelindexek



Forrás: Datastream (<http://www.thomson.com/financial>).

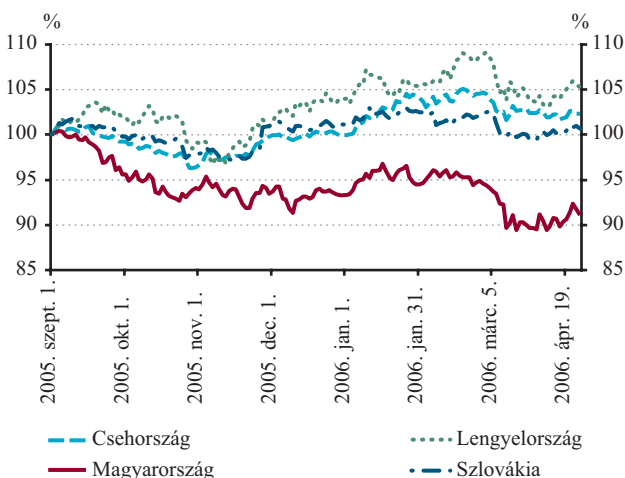
A múlt év utolsó hónapjaiban és az idei év elején még nagyon kedvezően alakult a nemzetközi befektetési környezet, folytatódott a tőkebeáramlás a feltörekvő piacokra és ezzel párhuzamosan a felárak csökkenése. Márciusban azonban a főbb piacokon bekövetkezett hozamemelkedés kedvezőtlen hatással volt a feltörekvő piacokra. Noha a feltörekvő piaci felárak továbbra is historikusan alacsony szinten vannak, lezárult a korábbi trend, a felárak folyamatos mérséklődésének időszaka. A globális likviditás csökkenése miatti félelmek a befektetőket a megelőző évekhez viszonyítva óvatosabb magatartásra készítették. Míg korábban a piaci szereplők főként a kamatkülönbözet alakulására fókuszáltak, az új helyzetben már sokkal nagyobb mértékben veszik figyelembe az egyes piacok fundamentális helyzetét, egyensúlyi kockázatait is. A fundamentális helyzet szerinti differenciálást valószínűsíti az is, hogy az egyes feltörekvő piacokat nem egyformán érintette a nemzetközi környezet megváltozása. Az országok többségét csak kisebb mértékben, átmeneti jelleggel befolyásolták a külső tényezők. Néhány országban viszont nagymértékű és tartósabb hatás volt megfigyelhető. Ezek a piacok vagy valamilyen fundamentális, jellemzően magas folyó fizetésimérleg-hiánnyal vagy politikai kockázattal terheltek. Izland és a nem a feltörekvő piacok közé sorolható Új-Zéland esetében a magas folyó fizetésimérleg-hiány, Lengyelországban, Törökországban és Mexikóban a politikai kockázatok emelkedése, míg Magyarországon mindkét tényező aggodalommal töltötte el a befektetőket.

A regionális piacok jellemzően a nemzetközi trendekkel megegyező irányban mozogtak. A magas nemzetközi koc-

kázatvállalási hajlandósággal párhuzamosan az év elején a lengyel zloty, a cseh és a szlovák korona egyaránt többéves csúcsra erősödött és a két előbbi esetében a hosszú lejáratú hozamok is historikus mélypont közelébe süllyedtek. A nemzetközi befektetési klímában március elején bekövetkezett változás azonban eltérően érintette az egyes országokat. Míg a cseh és a szlovák piacon a CEBI-index közel 2,5 százalékkal mérséklődött, addig a lengyel és magyar piacok esetében 5 százalékos csökkenés volt megfigyelhető.

1-5. ábra

A CEBI-index kumulált változása*



Forrás: Reuters.

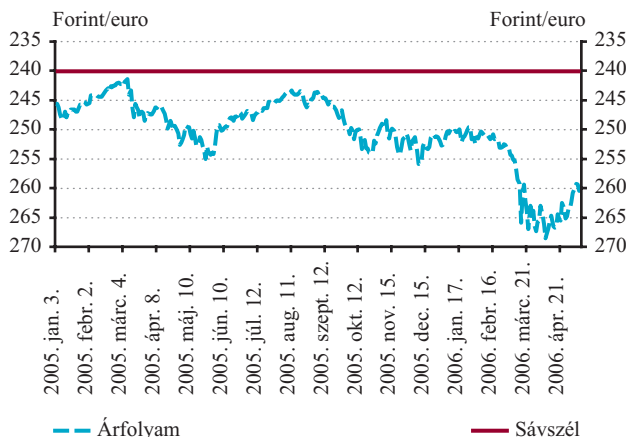
* A CEBI-indexek a helyi devizában denominált, 1 évnél hosszabb lejáratú államkötvényekből összeállított portfólió euróban számított értékének alakulását mutatja. Az index az egyes piacok árfolyam- és hozameltmozdulásainak hatását együttesen tartalmazza.

A hazai pénzpiacokat 2005 szeptembere óta a fundamentális kockázatok alakulása, a költségvetés és a folyó fizetési mérleg magas hiánya foglalkoztatta. Már ekkor elváltak egymástól a hazai és a regionális tendenciák. Míg a CEBI-index a régió többi országában inkább emelkedett, nálunk csökkenés, stagnálás volt jellemző. Márciusig azonban a javuló globális befektetési klíma részben még ellensúlyozta a fundamentális kockázatokot. Erre vezethető vissza, hogy miután a Fitch hitelminősítő intézet december elején rontotta a forintban és devizában denominált magyar adósság besorolását, az árfolyam csak átmenetileg gyengült, viszont az 5 év múltvai 5 éves forwardkülönbözet historikus maximumra, 270 bázispont közelébe emelkedett. Hasonló jellegű piaci reakció volt megfigyelhető januárban az S & P, februárban a Moody's hitelminősítő intézeteknek a hazai adósság kilátásait rontó bejelentéseit követően is.

A nemzetközi környezet március eleji megváltozása után a befektetők már kevésbé voltak toleránsak a kedvezőtlen hazai fundamentumokkal szemben. Az árfolyam 254 forint/euróról 270 forint/euro közelébe gyengült, ami közel

1-6. ábra

A forintárfolyam alakulása



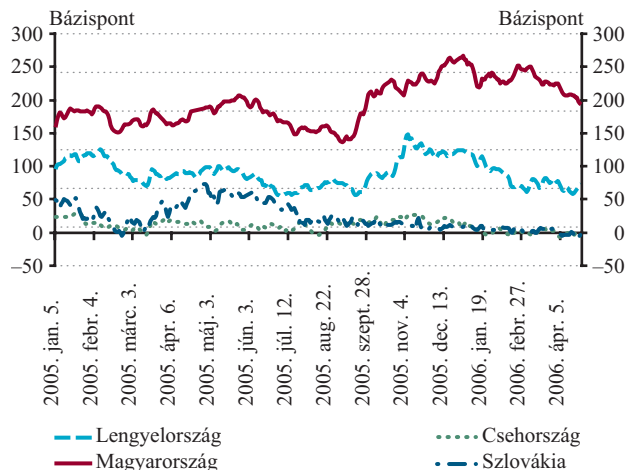
Forrás: MNB.

6 százalékos leértékelődést jelent, ez később részben korigálódott. Az 5 év múltvai 5 éves forwardkülönbség viszont nem emelkedett, sőt az országgyűlési választásokhoz kapcsolódó politikai bizonytalanság csökkenése után mérséklődött. A külső sokkok a korábbi tapasztalatokkal szemben nagyobb mértékben jelentkeztek az árfolyam gyengülésében, ami azzal magyarázható, hogy a javuló inflációs kilátások miatt a piac arra számít, hogy a monetáris politika a korábbi időszakokhoz képest nagyobb mértékben tolerálhat némileg gyengébb árfolyamot. A devizapiaci mennyiségek oldaláról a nagymértékű árfolyamgyengülés a háztartásoknak az év első hónapjaiban szezonálisan alacsonyabb devizahitel-felvételével is összefüggésben lehet.

Szintén a kedvező nemzetközi befektetési hangulathoz köthető, hogy a külföldiek 2005. szeptember közepén fel erősödött forinteladása az év végére lelassult, sőt 2006. ja-

1-7. ábra

Az 5 év múltvai 5 éves forwardkülönbség

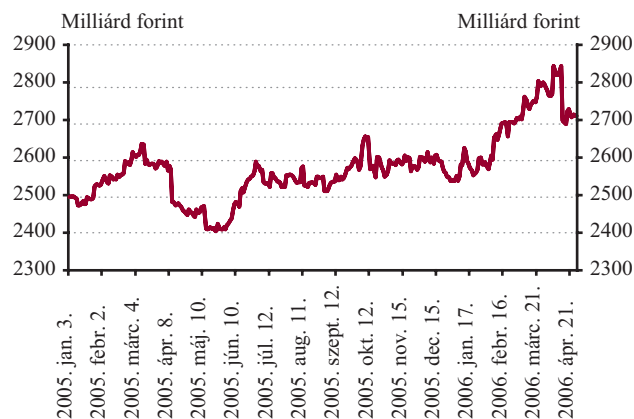


Forrás: Reuters.

nuárjában erőteljes vételi érdeklődés mutatkozott. A külföldi szereplők ebben az időszakban zárták a szeptember óta a forint ellen felvett pozícióik egy részét. A globális viszonyok márciusi módosulását követően a külföldiek ismét nagy mennyiségben vettek fel forint elleni pozíciókat.

1-8. ábra

A külföldiek állampapír-állománya

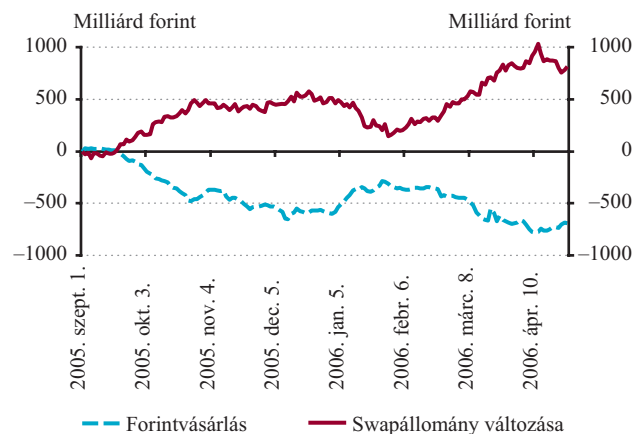


Forrás: MNB.

Míg a külföldiek állampapír-állománya az előző év végén inkább stagnált, majd csökkent, az idei évben erőteljes növekedést mutatott, közel 250 milliárd forintos emelkedés következett be. A nem rezidens szereplők állampapír-állományának emelkedése arányban volt az ÁKK által az idei évben megemelt nettó kibocsátás mértékével, ami arra utal, hogy a külföldiek állampapír-vételeiben kínálati tényezőknek is szerepe lehetett. A külföldiek legnagyobb részben nyitott árfolyam-pozíció felvállalása nélkül finanszírozták állampapír-vásárlásaikat.

1-9. ábra

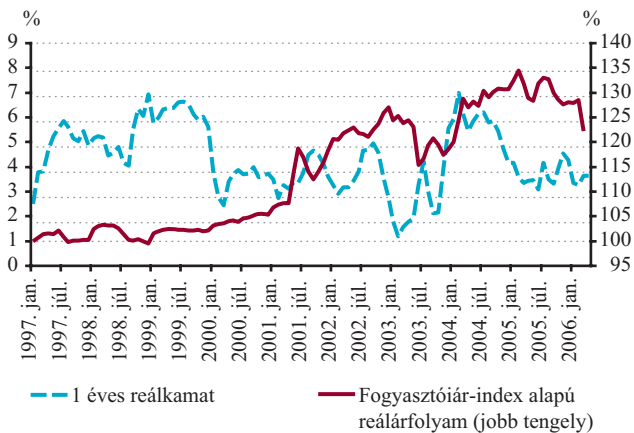
A külföldiek forintvásárlása és nettó swapállományának alakulása



Forrás: MNB.

1-10. ábra

A monetáris kondíciók alakulása*



Forrás: Eurostat, KSH, MNB, Reuters.

* Reálárfolyam, 1997. január = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. Az előretékitő reálkamat az 1 éves állampapír-hozamok havi átlaga a Reuters 1 évre előretékitő konszenzusával deflálva.

A Reuters által megkérdezett elemzők áprilisban csak részben tekintették tartósnak a bekövetkezett árfolyamgyengülést, hosszabb távon az árfolyam kismértékű erősödésére számítottak. Az elemzők kamatvárakozásai az árfolyam nagyobb volatilitása ellenére 6 százalék körül stabilizálódtak. Az euro bevezetésének időpontjával kapcsolatos várakozások nem módosultak, az elemzői konszenzus továbbra is 2013 körüli csatlakozást valószínűsít.

A monetáris kondíciók az elmúlt fél évben enyhültek. Ez a fogyasztói alapú reálárfolyam mintegy 6 százalékos leértékelődésével van összefüggésben. Az előretékitő reálkamat továbbra is 3-4 százalék között ingadozott.

2. Az infláció és meghatározó tényezői





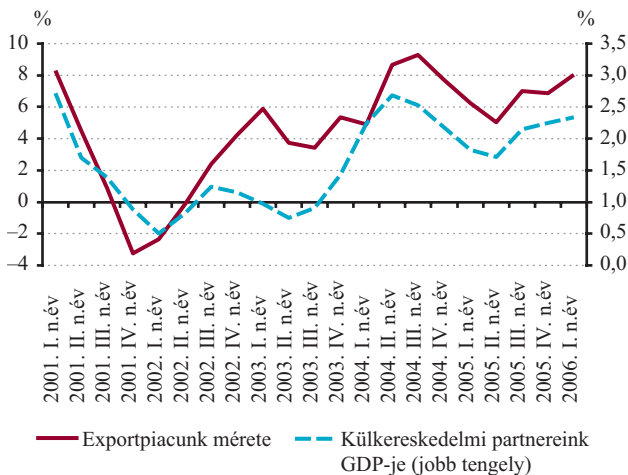
2.1. Konjunktúra

A gazdasági növekedés élénknek bizonyult a tavalyi évben. A naptári hatások figyelembevételével az éves növekedési ütem 4,3 százalék volt, ami hosszabb időszak átlagában is magasnak tekinthető.

A növekedés forrásai elsősorban a kedvező külpiaci helyzettel összhangban javuló nettó export, az élénk állami és vállalati beruházások voltak, a belföldi keresleti komponensek közül a fogyasztás növekedési hozzájárulása kevésbé volt jelentős.

2-1. ábra

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



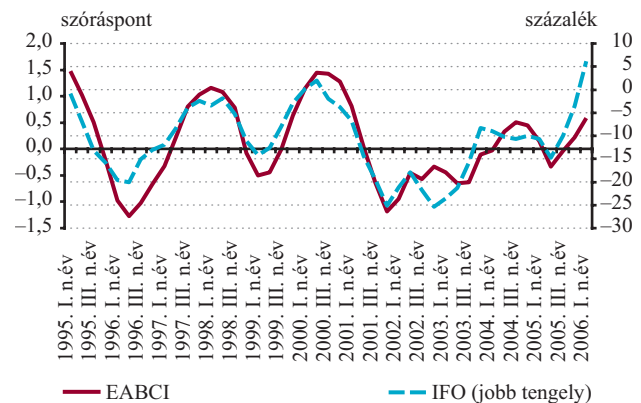
* Exportpiacunk mérete: Magyarország főbb exportpiacainak súlyozott importvolumen-növekedése.

Élénkülő külső konjunktúra

A külföldi gazdasági aktivitás indikátorai egyhangúan felívelő teljesítményt jeleznek. A hazai export szempontjából fontosabb kereskedelmi partnereink keresletének bővülése gyorsult 2005 második felében. A várható teljesítmény megítélését segítő külföldi üzleti bizalmi indexek emelkedése az idei év első negyedében is folytatódott – a német üzleti bizalmi indexe történelmi csúcstól ért el –, ami a hazai export-szektor konjunktúrájának folytatódását valószínűsíti.

2-2. ábra

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



2-1. keretes írás: A külső kereslet élénküléséről

A világgazdasági növekedési kilátások 2006 elejétől kedvezően alakultak: a legújabb információk alapján az USA, illetve a magyar külkereskedelemben a „jegyző” euroövezet konjunktúra-indikátorai is élénkülést mutatnak.

Az üzleti bizalmi indexek az euroövezetben az év első négy hónapjában historikus csúcsokra törtek.¹ Különösen kedvező a kép a magyar export közel 30 százalékának célországát jelentő Németországban,

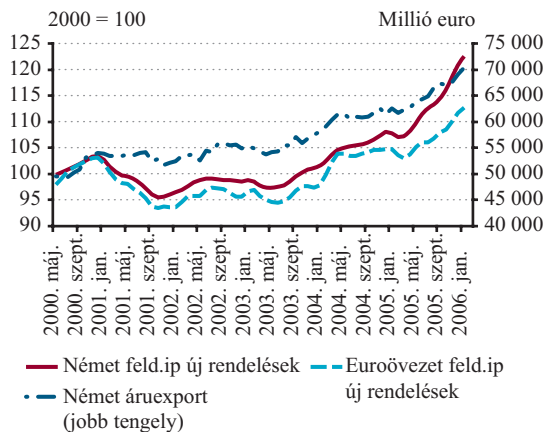
ahol az IFO üzleti bizalmi index öthavi folyamatos és várakozáson felüli növekedéssel tizenöt éves csúcsra került.

Az előbbi, ún. puha konjunktúra-indikátorok mellett a legutóbbi tényadatok is fellendülést jeleznek. A magyar konjunktúrát jól jelző európai – ezen belül is elsősorban német – feldolgozóipari új rendelések 2005 végén–2006 elején meredeken emelkedtek. Ez a tendencia szintén igaz a félkész termékek és tőkejavak új rendeléseire, amelyek vizsgálataink szerint legfontosabb meghatározói a magyar kivitelnek.

¹ Az euroövezet üzletiklíma-indexe (EABCI) és – az európai konjunktúra jó indikátorának tartott – belga üzleti bizalmi index is a 2000-es évre jellemző magas szintet ért el idén március–áprilisban.

2-3. ábra

Feldolgozóipari új rendelések és a német áruexport



A kedvező információkkal összhangban a nemzetközi intézmények (IMF, Európai Központi Bank) is felfelé módosították növekedési előrejelzéseiket a tavaly őszi képközhöz viszonyítva. Az euroövezet gazda-

sági növekedése – szemben a tavalyi 1,3 százalékos bővüléssel – 2006-ban mindkét prognózis szerint elérheti, illetve meghaladhatja a térség potenciális növekedésének 2 százalék körüli szintjét.

Az IMF és az Európai Központi Bank (EKB) is kiemelte azonban, hogy az európai fellendülés forrása a kedvező nemzetközi környezet, és a kedvező környezet fennmaradásának esélyei nem minden kockázat nélküliek.² Eközben a belső kereslet – különösen Németországban – igen visszafogott maradhat. A belső kereslet élénkülését az előrejelzési horizonton várhatóan a magas energiaárak és a 2007-es németországi áfaemelések is visszafoghatják.

A fellendülés tartósságának kérdőjeleit erősíti az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése is. A Bizottság 2006-ra vonatkozó áprilisi prognózisa a márciusihoz képest ugyanis egyértelműen lefelé mozdult el. Az elmozdulás azért is figyelemre méltó, mert a Bizottság előrejelzéseiben idén január óta alkalmazott dinamikus faktormodell a lehető legtöbb és legfrissebb konjunktúrainformációt figyelembe veszi. Azt sem szabad figyelmen kívül hagyni azonban, hogy a Bizottság 2006-ra vonatkozó aktuális előrejelzése még így is megfelel az IMF és az EKB 2006-os előrejelzéseinek.

2-1. táblázat

Nemzetközi konjunktúra-előrejelzések

	Aktuális előrejelzés, éves index (százalék)		Változás a legutóbbi előrejelzéshez képest (százalékpont)		Új és előző előrejelzések időpontjai
	2006	2007	2006	2007	
	Euroövezet GDP-növekedése				
EKB	1,7–2,5	1,5–2,5	0,2	0,1	2006. március–2005. december
IMF*	2	1,9	0,2	-0,2	2006. március–2005. szeptember
Európai Bizottság**	1,7–2,7	n.a.	-0,1	n.a.	2006. április–2006. március
	Magyarország külső kereslete (GDP-alapon)				
IMF*	2,5	2,3	0,3	n.a.	2006. március–2005. szeptember
	Magyarország külső kereslete (importalapon)				
IMF*	5,8	5,1	0,9	n.a.	2006. március–2005. szeptember

* IMF World Economic Outlook, 2006. április.

**Az éves növekedési ütem saját becslés, mert az Európai Bizottság havi növekedéseket közöl.

² Az egyik legfontosabb kockázati tényező, melyet az IMF részletesen is tárgyal, a globális egyensúlytalanságok esetleges korrekciója. Ez egyrészt visszavetheti a nemzetközi gazdasági növekedést, másrészt – az euro dollárral szembeni felértékelődésén keresztül – az euroövezet számára a külkereskedelmi áversenyképesség romlásával is járhat. Lásd: IMF World Economic Outlook, 2006. április.

Ipari aktivitás – robusztus termelés és értékesítés

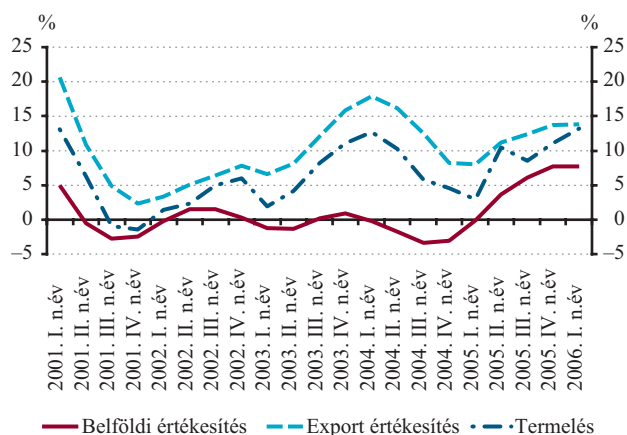
Igen dinamikusan nőtt az ipar kibocsátása 2005 második felében, a bővülés folytatódott 2006 első negyedében is. Ahogyan eddig is, a kibocsátás dinamikáját a feldolgozóipari folyamatok határozzák meg elsősorban. A lendületes növekedés képét az értékesítésről szóló információk is megerősítik: mind az exportpiaci, mind pedig a belföldi eladások gyorsan bővülnek, ami összhangban van az élénk külpiaci konjunktúráról szóló egyéb információkkal.

A növekedés szerkezete azonban kissé változni látszik az előző jelentésben leírtakhoz képest. Míg a tavalyi év közepén a gépipar növekedési hozzájárulása fokozatosan mérséklődött, a harmadik negyedévtől kezdve – az egyre javuló külpiaci megítéléssel összhangban – újra a gépipari ágazatok voltak a meghatározók.

A kibocsátásoldali folyamatokkal összhangban alakult a hozzáadott érték dinamikája. A feldolgozóiparban a második negyedévi 5,5 százalékról az év végére 8 százalék körüli szintre gyorsult a hozzáadott érték éves növekedési üteme. A piaci szolgáltatások esetében nem tapasztalunk jelentős változást az év második felében, a bővülés éves növekedési üteme az 5-5,5 százalékos sávban alakult.

2-4. ábra

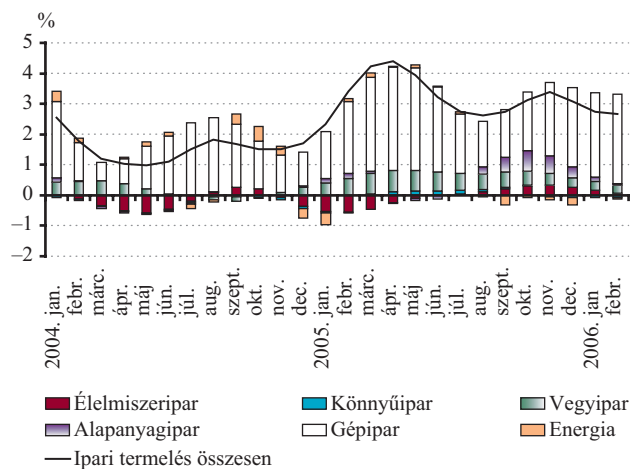
A feldolgozóipari termelés és értékesítés alakulása (éves trendnövekedési ütemek)



Az élénk vállalati konjunktúráról szóló információkat vizsgálják a külkereskedelmi termékg forgalom statisztikái is: a novemberi jelentés óta eltelt időszakban dinamikus bővülést tapasztaltunk a külkereskedelem értékében. Az egyenleg viszonylag stabilan alakult, amit a romló cserearány és az exportvolumen importot meghaladó növekedése magyarázhat. Az év első két hónapjában az exportvolumen közel 17, az importvolumen 12,5 százalékkal nőtt a tavalyi év első két havához képest. Eközben a cserearány közel 3 százalékkal volt kedvezőlenebb a tavalyi janu-

2-5. ábra

Ipari termelés – ágazatok növekedési hozzájárulása*

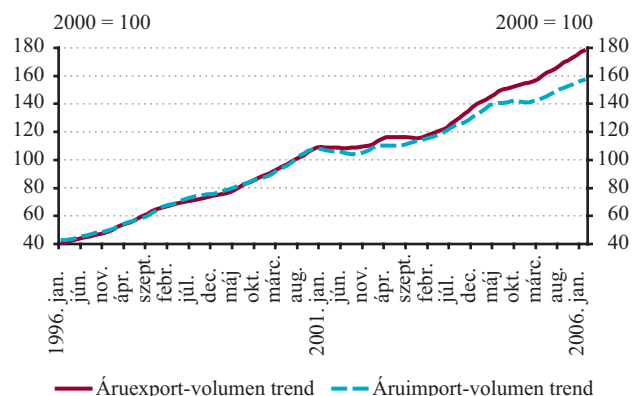


*Trendidősorokból számított évesített havi növekedési ütemek alapján.

ár-februári szintjéhez képest. A friss adatok tükrében azt mondhatjuk, hogy a cserearányromlás java része az energiaárak emelkedésére vezethető vissza.

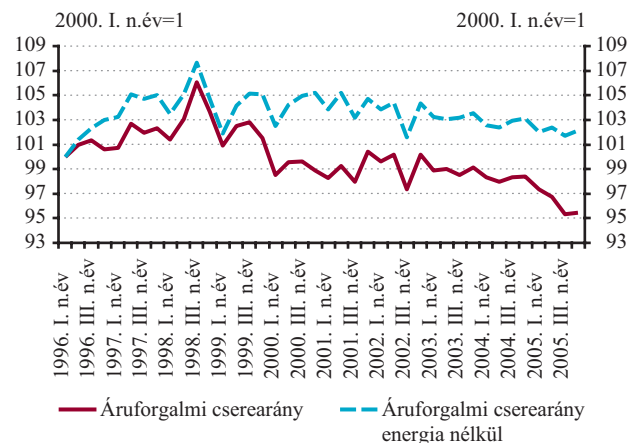
2-6. ábra

Az áruexport- és az áruimport-volumen alakulása



2-7. ábra

Az áruforgalmi cserearány alakulása



Élénk állami és vállalati, gyenge lakossági beruházások

2005 egészében a bruttó állóeszköz-felhalmozás volume-ne 6,6 százalékkal volt magasabb az előző évinél, ami elmaradt a várakozásainktól. A beruházásstatisztika részletesebb ágazati megbontása alapján a gyengébb éves adat vélhetően a lakossági beruházások tovább csökkenő szintjének tulajdonítható. Az állami beruházások szintje 2005 végén ugyan kissé csökkent a harmadik negyedévhez képest, azonban az évközi aktivitás (főként az autópálya-építés) olyan intenzív volt, hogy 2005 egészére 20 százalék körüli volumennövekedés adódott. A vállalati beruházási aktivitás élénknek bizonyult a tavalyi év második felében is. A kedvező külpiaci konjunktúra nemcsak a javuló termelési és értékesítési adatokban mutatkozott meg, ha-

nem a vállalati kapacitások fokozottabb kihasználtságát is eredményezte. A kapacitáskorlátok szigorodása a pozitív kilátásokkal együtt a várakozásainknak megfelelő, 8 százalékos fölötti éves átlagos bővülést eredményezett a vállalati szektorban.

Lakosság – mérsékelt fogyasztás, javuló megtakarítási helyzet

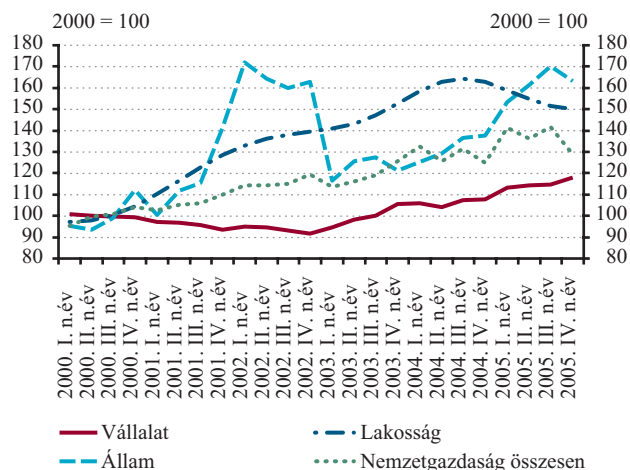
Az elmúlt két évben a fogyasztás növekedése lassabb volt, mint a rendelkezésre álló jövedelem bővülése. A lassú fogyasztás következtében a fogyasztási ráta fokozatos korrekcióját figyelhettük meg: a tavalyi évben tovább csökkent, és a 2001-ben tapasztalt szintre esett vissza. A lakosság óvatosabbá válásában megítélésünk szerint döntő szerepet játszott a munkanélküliség növekedése, ill. az ebből adódó jövedelembizonytalanság, és a lakáshitelezés szigorodása is. A visszafogottabb fogyasztást magyarázhatja ezenkívül, hogy az elmúlt években gyorsan növekvő adósság törlesztése egyre nagyobb terhet jelent a háztartások számára.

A fogyasztás lassulása jól követhető a kiskereskedelmi értékesítések és a fogyasztási kiadások alakulásában is. A tavalyi évben azonban a kiskereskedelmi értékesítések növekedése gyorsult, miközben a fogyasztási dinamika alacsony maradt. A kiskereskedelmi értékesítések döntően az iparcikkek és élelmiszerek fogyasztását mutatják, míg a lakossági fogyasztás tartalmazza a szolgáltatások vásárlását is, így a gyorsabb kiskereskedelmi forgalom a fogyasztás szerkezetének változását jelezheti. Ezen eltolódást a szolgáltatásoktól az iparcikkek felé az indokolhatja, hogy tavaly az iparcikk jellegű termékek esetében jelentős ár-csökkenés következett be, miközben a szolgáltatásinfláció magas maradt. A hatást ugyanakkor átmenetinek véljük, és előretekintve arra számítunk, hogy a relatív árak korrekciójával a kiskereskedelem és fogyasztási kiadások közötti rés is szűkül majd.

A csökkenő fogyasztási ráta tükröképeként tovább javult a megtakarítási hajlandóság, és a lakossági megtakarítások szerkezete is a 2004-es tendenciának megfelelően alakult a tavalyi évben. A jövedelemarányos pénzügyi megtakarítások növekedtek, míg a „reálmegtakarítások”, azaz a lakásberuházások szintje tovább csökkent. Ezek a folyamatok több tényezővel magyarázhatók. Egyrészt a lakáscélú ingatlanvásárlások 2003 végétől folyamatosan csökkennek, másrészt nem javult az ingatlanpiaci befektetői környezet sem. Az erősen túlkínálatos piacon ugyanis tovább mérséklődtek a reálárak, míg az alternatív befektetések – pl. a tőkepiaci befektetések – hozama jelentősen emelkedett, ami tovább gyengíthette a befektetési célú lakásvásárlási kedvet.

2-8. ábra

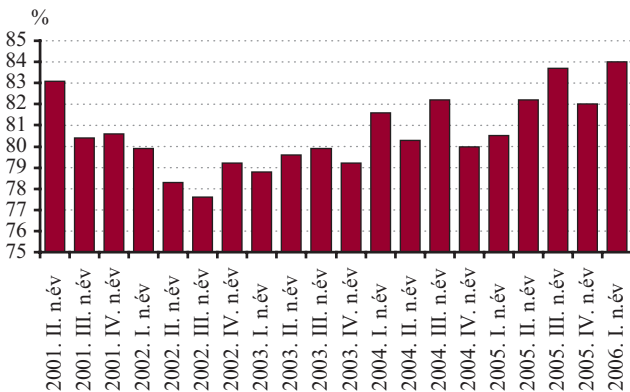
A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása az egyes szektorokban*



*Forrás: MNB-becslés.

2-9. ábra

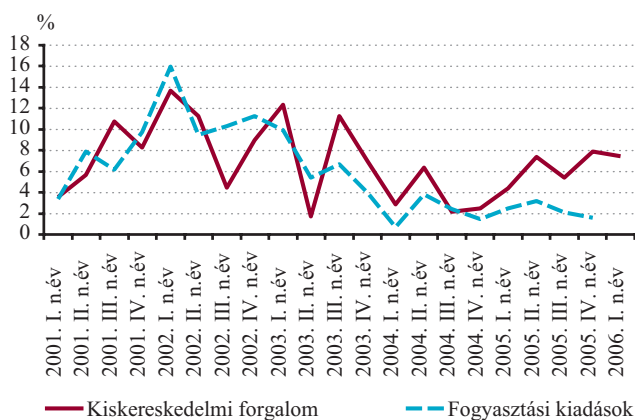
Kapacitáskihasználtság* a feldolgozóiparban



*Forrás: Eurostat.

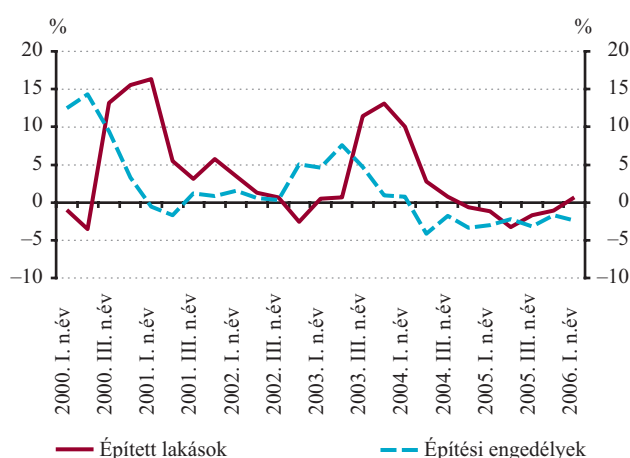
2-10. ábra

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



2-12. ábra

A kiadott lakásépítési engedélyek és az épített lakások számának alakulása
(negyedéves növekedési ütemek)



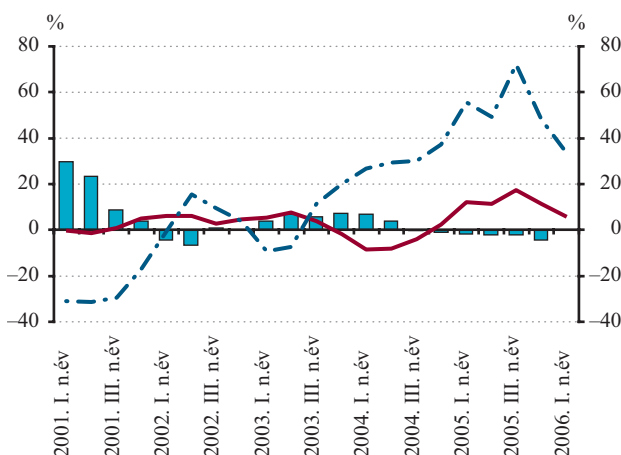
2-11. ábra

A fogyasztási, és megtakarítási ráta alakulása



2-13. ábra

Reállakásárak és az alternatív befektetési lehetőségek* éves hozamai



* A kötvénypiaci hozamok alakulását a MAX-index változásával, a részvénypiaci hozamok alakulását pedig a BUX változásával ragadtuk meg. A lakásárak forrása MNB-beclés. Az ábrán az indexek éves növekedési ütemei láthatók.

Gazdasági növekedés

A 2005-ös év egészében a gazdasági növekedés 4,1 százalékos volt, míg a naptári hatások figyelembevételével 4,3 százalékos volt, ami magyar gazdasági növekedés historikus át-

lagánál kissé magasabb.³ A GDP komponenseinek vizsgálata szerint a tavalyi évben kiugró mértékű volt a nettó export növekedési hozzájárulása⁴, míg a belső kereslet összetevőinek bővülése továbbra is mérséklődő növekedési hatást eredményezett.

³ Előrejelzésünket a május 15-ig beérkezett adatok alapján készítettük. A május 16-án a KSH által közölt 2006 első negyedéves GDP-növekedés az előzetes adatok szerint 4,5 százalékos volt (napközi hatásokkal figyelembe véve 4,3 százalékos). Ezzel egy időben érdemi változást jelent, hogy a felülvizsgált adatok szerint a 2004-es gazdasági növekedés a korábbi 4,6 százalékról 5,2 százalékra módosult.

⁴ Ez alkalommal is megjegyezzük, hogy a nettó export feltűnően magas növekedési hozzájárulását a GDP- és fizetésimérleg-statisztikákban már korábban feltárt belső ellentmondások jelentősen elbizonytalanították. Mivel ezen ellentmondásokat – vélhetően ellentétes előjellel – a GDP felhasználási oldalának egyéb, nem specifikált felhasználás időszakában részben kompenzálták, ezért az elmúlt két évben a nettó export, valamint a készlet és egyéb nem specifikált felhasználás időszakainak alakulása szoros összefüggésben lehet, így a két időszort együtt érdemes vizsgálnunk. A nettó export elmúlt évi növekedési hozzájárulása még ez esetben is nagyon kedvezőnek tekinthető.

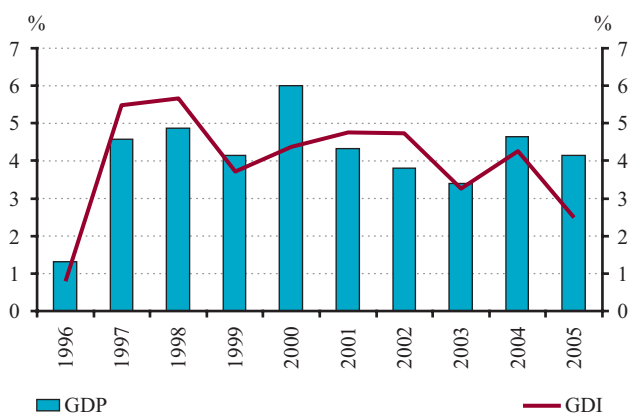
A bruttó hazai reáljövedelem növekedését tükröző mutató, a GDI a GDP-nél lényegesen lassabb növekedést jelez. A különbséget a cserearányromlás miatti jövedelemvesztés okozta, ami szinte teljes mértékben az importban nagy súllyal szereplő energiahordozók világpiaciár-emelkedésére vezethető vissza.

A kelet-közép-európai régió gazdasági aktivitásáról egyes kép rajzolódik ki az egyes országok növekedési adataiból. 2005 második felében jelentősen gyorsult a

növekedés Szlovákiában és Lengyelországban, míg Csehországban a 2004 elejétől jellemző dinamikának megfelelően alakult a növekedés. A magyarországi növekedés az alacsonyabbak közé tartozott a térségben. A régió növekedésének gyorsulásában valószínűleg fontos szerepet játszott a sok szempontból közös európai konjunktúra élénkülése, de nem zárhatjuk ki annak a lehetőségét sem, hogy az EU-csatlakozás okozta statisztikai ellentmondásokat nem azonos módon kezelték a különböző országok.⁵

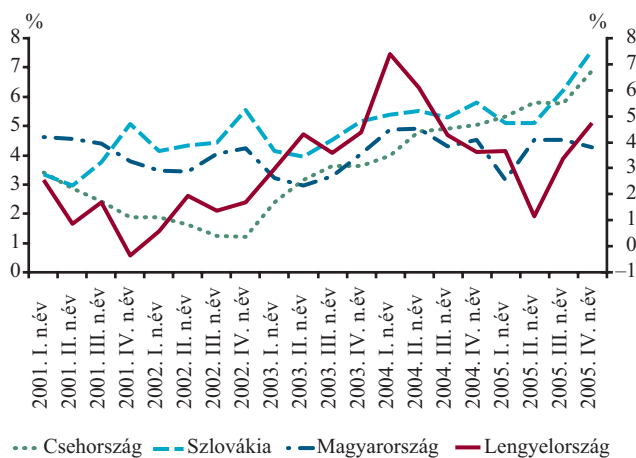
2-14. ábra

A bruttó hazai reáljövedelem (GDI) és a bruttó hazai termék alakulása (GDP)
(éves növekedési ütemek)



2-15. ábra

A GDP növekedése térségünkben
(évesített negyedéves növekedés)



⁵ Az elmúlt évben kiugróan magas volt a nettó export növekedési hozzájárulása Csehország és Magyarország esetében, míg – figyelembe véve a relatíve alacsonyabb GDP/dinamikát – magasnak volt tekinthető Lengyelország esetében. Vélhetően ezen országok esetében okozhatta a legnagyobb torzítást az EU-csatlakozás hatása az importadatok mérésében. Mivel a kontrollstatisztikaként felhasználható készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás idősorai jelenleg nem elérhetőek minden ország esetében, a mértékek pontosabb megítéléséhez további információkra van szükség. Mindenesetre az a tény, hogy a cseh és magyar nettó export-hozzájárulások között 1996 és 2003 között nem tapasztaltunk szoros együttmozgást, míg az elmúlt két évben ezen mutatók mindkét ország esetében a nettó exportteljesítmény éles és hasonló nagyságrendű javulását mutatják, önmagában is egy közös domináns magyarázó változó hatásaira utalhat.

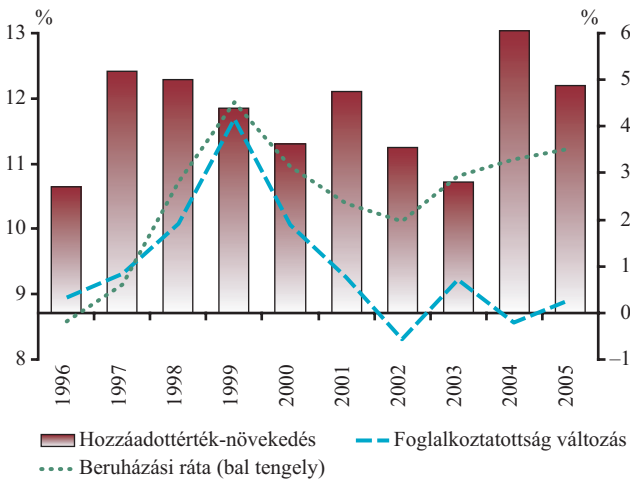
2.2. Munkapiac

Továbbra is mérsékelt munkaerő-felhasználás

Az egyre élénkülő konjunktúra ellenére a versenyszféra aggregált munkaerő-felhasználása az elmúlt két évben csupán fokozatos, enyhe növekedést mutatott. A termelésre használt két fő input – a tőke és a munka – dinamikája alapján szembevetendő, hogy a jelen felívelő konjunkturális ciklus merőben eltér az 1997 és 1999 közötti periódus intenzív növekedési hullámától: míg 1997 és 1999 között a két termelési tényező növekedése együttesen járult hozzá a termelés bővüléséhez, addig az elmúlt évek dinamikus hozzáadottérték-növekedését elsősorban a tőkefelhalmozás, mintsem a munkaerő bővítése vezérelte. A versenyszféra stagnáló létszáma és enyhén növekvő munkaóratömege mögött azonban eltérő ágazati hatások húzódnak meg.

2-16. ábra

Versenyszféra hozzáadott értéke, foglalkoztatottsága és beruházási rátája

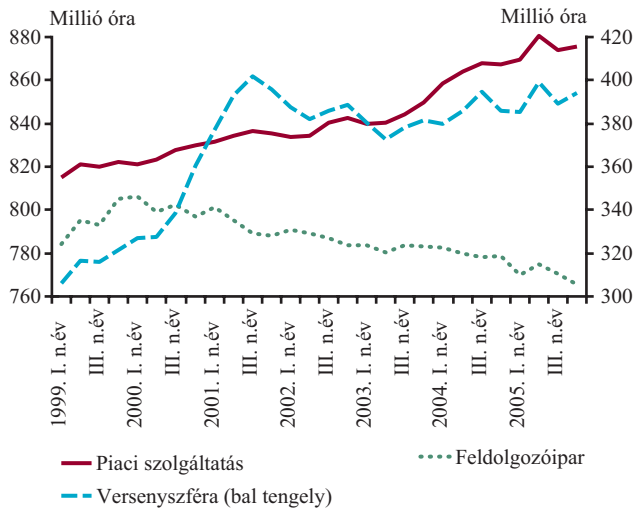


Az elmúlt öt évben a feldolgozóipari munkaerő-felhasználás trendszerű csökkenésének lehetünk tanúi. A folyamatot nem törte meg a 2003-ban felívelő ipari konjunktúra sem. A feldolgozóipari foglalkoztatotti létszám-, illetve ledolgozott munkaóratömeg folyamatos esését több tényező magyarázza.

Az ágazat vállalatai 2000 és 2003 közötti erős bérnövekedés következtében a munkaerő fajlagos költségének emelkedésével szembesültek. A gyorsan növekvő költségekre a vállalatok a termelési inputok között fokozatos átcsoportosítással, más szóval tőke-munka helyettesítéssel reagál-

2-17. ábra

Munkaóratömeg
(millió óra/negyedév)



tak. A munka helyettesítése a konjunktúra felívelő szakaszában felgyorsult, ami önmagában növekvő tőkekereslethez és alacsonyabb szintű foglalkoztatottséghez vezetett.

Számos ágazatban a foglalkoztatottság bővülését gátolhatja továbbá egyes szakmák alacsony szinten rekedt munkakínálata. A folyamatosan növekvő munkanélküliség ellenére – sajtóinformációk és vállalatok megkérdezésén alapuló elemzések szerint – számos területen a bővülő kereslet a szakképzett szakmunkások hiányába ütközik, míg más területeken – elsősorban magasabb képzettséget igénylő szellemi foglalkozásokban – munkakínálat-többlet alakult ki.⁶ Az így keletkezett strukturális munkaerőhiány gátat szab az alkalmazotti létszám jelentősebb bővítésének.

A megdrágult munkaerővel függ össze a feldolgozóiparon belüli strukturális átrendeződés folyamata is. Már több korábbi jelentésben utaltunk rá, hogy a munkaköltségek elmúlt években bekövetkezett gyors ütemű növekedésének elsődleges áldozata a textilipari cégek voltak. Az erősen munkaerő-igényes vállalatok nehezen tudták tartani a versenyt a külföldön termelő, lényegesen olcsóbb munkaerőt alkalmazó konkurenciával, így sok esetben termelésük visszafogására, gyáraik bezárására kényszerültek. A feldolgozóipari termelés tőkeintenzívebb, kevesebb munkaerőt igénylő ágazatok irányába tolódik, ami szintén felfogható aggregált tőke-munka helyettesítésnek. Az utóbbi hó-

⁶ Foglalkoztatási Hivatal 2005-ös munkaerő-piaci felmérése továbbra is jelen lévő strukturális szűkösséget jelez: a szakképzett munkaerő hiányára panaszoló cégek aránya ugyan valamelyest csökkent az előző felméréshez képest, szintje azonban még mindig számottevő.

napok adatai nem utalnak fordulópontra, így a textilipar továbbra is elsődleges meghatározója a feldolgozóipari létszám csökkenésének.

A feldolgozóiparral ellentétben a piaci szolgáltatások körében a munkaerő-felhasználás 1999 eleje óta tartó intenzív bővülését figyelhettük meg. A létszám-bővülést kezdetben a tartósan magas lakossági fogyasztás, később a feldolgozóipari megrendeléseken keresztül a felívelő külső konjunktúra segítette. Bár a 2001-es és 2002-es minimálbéremelés, valamint az ezzel párhuzamos állami béremelések és létszám-bővítés némileg megtörték a szolgáltatás-szektorban dolgozók számának bővülését, az elmúlt 2-2,5 évben újra töretlenül emelkedett az ágazat munkaerő-felhasználása.

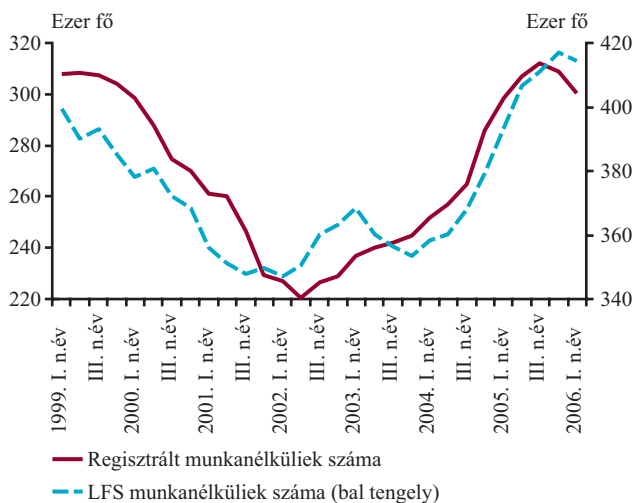
Kérdések a munkakínálat oldali folyamatokban

Tavaly folytatódott a munkanélküliek számának 2004 eleje óta tartó emelkedése. A 2006 első negyedévi felmérés azonban mintha munkanélküliségi ráta emelkedésének megtorpanását jelezné. Ugyancsak fordulatot jelez a Foglalkoztatási Hivatal regisztrált munkanélküliek számának időszora is. A 7,4 százalékon megrekedt munkanélküliségi ráta mögött hosszú ideje gyakorlatilag stagnáló foglalkoztatottság és korábban növekvő, idén év elején megtorpanó aktivitás húzódik meg.

Mint ahogy azt korábbi inflációs jelentéseinkben jeleztük, régóta számítunk arra, hogy a munkanélküliségi ráta emelkedése megáll. A fordulópontot azonban inkább későbbre, 2006 végére–2007 elejére tettük. A legfrissebb adatpont azonban még nem jelenti egyértelműen az eddigi tendenciák megfordulását. Könnyen elképzelhető, hogy a mostani stagnálás csupán átmeneti, illetve hogy a szezonális igazí-

2-18. ábra

Munkanélküliek száma



tás végponti bizonytalanságából adódóan a későbbi adatpontok bekerülésével az első negyedévi munkanélküliségi adat is felfelé fog revideálódni. Bizonytalanságunkat növeli, hogy munkakeresleti oldalon egyelőre nem jelentkeznek fordulópontra utaló jelek, vagyis a folyamatokat inkább a munkavállalási hajlandóság esetleges változása vezérli.

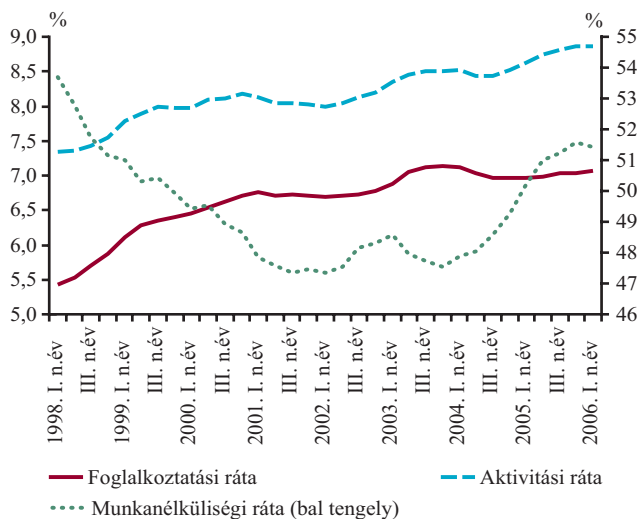
A visszafogott munkakereslet ellenére a tavalyi évben növekedésnek induló munkavállalási hajlandóságra egyelőre nem találtunk kielégítő magyarázatot. Hosszú távon az aktivitás fokozatos, lassú növekedését várjuk a munkapiacról a kilencvenes évek elején kiszorult inaktív réteg életkorának emelkedése nyomán, az aktivitás rövid távú ingadozásait azonban a demográfiai összetétel változása nem magyarázza.

A 2005-ös aktivitás emelkedésére és az ideai megtorpanására látszólag magyarázatot adhat a nyugdíjkorhatár törvényben megszabott fokozatos emelése. A rendelkezés alapján elvileg a páros években kellene az öregségi nyugdíjat igénylők számának csökkennie, és így az aktivitásnak emelkednie. Ezt a jelenséget azonban az öregségi nyugdíjat igénylők számának időszora nem támasztja alá, feltételezhetően az előnyugdíjazás magas aránya miatt.

Részletes vizsgálatok alapján a munkapiaci aktivitás tavalyi fokozódása elsősorban annak tudható be, hogy a korábbi inaktívak között nőtt a munkakeresési hajlandóság, aminek következtében az inaktívak egy köre az aktívak közé sorolódott. A jelenség egybevágh azzal a hipotézissel, miszerint az inaktívok egy része közel olyan szorosan kötődik a munkapiachoz, mint a hivatalosan munkanélküli státusba tartozók, és ez a csoport akár a nemzetgazdasági munkaerő-tartalék részének is tekinthető.

2-19. ábra

Aktivitás, foglalkoztatottság, munkanélküliség (szezonálisan igazítva)

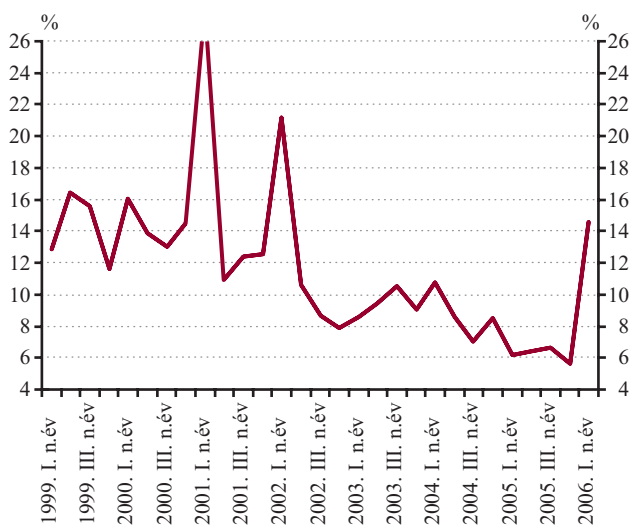


Újabb bérsokk: minimálbér-emelés

2004 eleje óta fokozatosan csökkent a vállalatokat sújtó béroldali nyomás. A munkabérek csökkenő inflációhoz való alkalmazkodásán túl a termelés racionalizálásának és a tőkeintenzitás emelésének köszönhetően a vállalatok termelékenysége gyors növekedésnek indult: 2004-ben a reál munkaköltségek növekedése meghaladta a termelékenység növekedését, múlt évben pedig a két mutató közel megegyező ütemben növekedett.

2-20. ábra

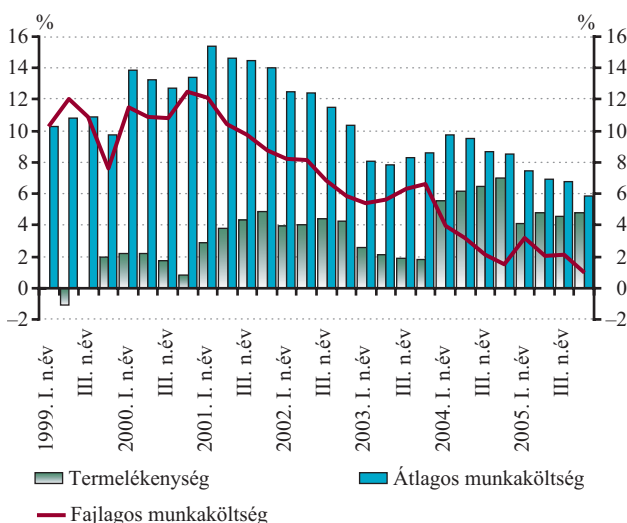
A bérinfláció alakulása a versenyszektorban*
(szezonálisan igazítva, évesített negyedéves növekedési ütem)



* A prémiumkorrekció eredményeképp a rendszeres bérelemek dinamikájára határozza meg az időszakot. A korrekciót 2004-2005-ben a prémiumkifizetésekre saját becslésünk alapján végeztük el. A 2006 első negyedévi adatok februári tények, a márciusi adatpontot statisztikai módszer segítségével becsültük.

2-21. ábra

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



A versenyszféra bérinflációjának ideai alakulásában meghatározó szerepe van a törvényben előírt 9,6 százalékos minimálbér-emelésnek.⁷ A tavaly még kiegyensúlyozott képet mutató bérinflációs pálya a minimálbér-emelés hatására ez év első negyedévében megtört. A 2006. január–februári adatok alapján elmondható, hogy a munkapiaci beavatkozás éves átlagkereset-növekedésre vett elsődleges hatását az előző jelentés készítésekor mintegy 0,7 százalékponttal alulbecsültük. A minimálbér-emelés okozta bérinflációt, illetve annak tova gyűrűző hatását azonban egyelőre nehéz elkülöníteni a trendfolyamatoktól.

2-2. keretes írás: Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?

A 2001-es és 2002-es nagymértékű minimálbér-emelések kapcsán már felmerült, hogy a minimálbér megemlése okozta tényleges bérinfláció a hivatalos munkaügyi statisztikákban számszerűsített mértéknél kisebb volt. E torzítás abból adódott, hogy a gazdaság jelentős részében a korábbi tényleges bérfizetések meghaladták az új minimálbért, miközben e bérek közterhei a hivatalos minimálbéren alapultak. Így a vállalatok lekérdezésén alapuló statisztika az adott év januárjától a hivatalosan kifizetett bérek látványos emelkedését mutatja, felülbecsülve a tényleges munkajövedelem-növekedést. Ezen vállalatok esetében csupán a magasabb hivatalosan kifizetett bér következtében meg-

növekedő közterhek jelentenek többlet munkaerő-költséget, amelyek mértéke elmarad a munkaügyi statisztikákban látható költségnövekedéstől. A fogyasztási oldalon ugyancsak alacsonyabb a minimálbér-emelés hatása, miután a minimálbéren bejelentett, ugyanakkor a magasabb keresettel rendelkező munkavállalók számára a minimálbér-emelése nem jelent többletkeresetet. Az ilyen formájú adókerülés mértékéről nincsenek pontos információk, így a torzítás mértékét is nehéz megbecsülni.

Feltételezhető, hogy a torzítás súlyosabb a piaci szolgáltatóvállalatok körében, mint a feldolgozóiparban. A 2006 első negyedévi kiugró bérinflációért is javarészt a szolgáltatószektor, azon belül is a pénzügyi

⁷ Az OÉT-megállapodást követően, tavaly decemberben született kormányrendelet képzettség és szakmai gyakorlat alapján háromfokozatú, differenciált minimálbér bevezetését irányozta elő. A felsőfokú végzettséggel rendelkezők esetében csupán ajánlást fogadtak el, a középfokú végzettséggel és legalább két év szakmai tapasztalattal rendelkező munkavállalók esetében pedig fokozatos emelések után 2008-ra a minimálbér 125 százalékát kitevő bérminimumról született megállapodás. A minimálbér differenciálásának lehetséges hatásait nem elemeztük, előrejelzésünkben nem vettük figyelembe.

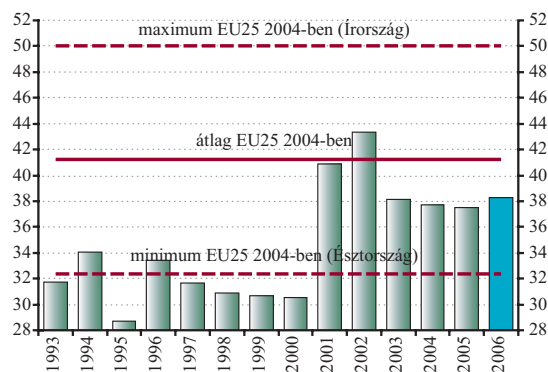
tevékenységekkel foglalkozó vállalatokat tömörítő ágazat a felelős. Továbbra is feltételezve, hogy az ágazat első negyedévi magas bérinflációja nagy százalékban csupán statisztikai jelenség, úgy a minimálbér-emelés aggregált bérinflációra gyakorolt hatása is arányosan alacsonyabb a munkaügyi idősorokban jelzettnél.

Korábbi tanulmányok azt erősítik, hogy bár a 2001-es minimálbér-emelés mértéke nagyobb volt a 2002-es emelésnél, az első munkapiaci intervenció kevésbé volt effektív.⁸ Ezt a megérzésünket erősítik a minimálbér átlagkeresetekre vetített arányának (ún. Kaitz-indexek) időbeli és keresztmetszeti (országok közötti) összehasonlítása is.⁹ A 2-22-es ábrából kiolvasható, hogy az index a 2001-es emelést követően emelkedett a nemzetközi összehasonlításban igen alacsonynak számító – az Európai Unió jelenlegi 25 tagállama közül a legalacsonyabb – 30,5 százalékról az európai átlagot megközelítő 41 százalékos szintre. A 2002-es emelés immár egy jóval magasabb Kaitz-indexet emelt tovább, így valószínűsíthető, hogy a valóságban az érintettek száma is magasabb volt. Az ábra alapján megközelítőleg következtethetünk a 2006-os minimálbér-emelés aggregált hatásaira a 2001–2002-es emeléssel összehasonlítva. A jelenlegi emelés után a Kaitz-index még mindig alacsonyabb lesz várhatóan, mint a 2001-es érték, azaz a valós bérsokk vélhetően kisebb lesz, mint 2001-ben volt. Mivel azonban a 2005-ös kiinduló évben a minimálbérarány az átlagbérhez a 2000-es évnél jóval magasabb, a 2001-es évnél alacsonyabb lehet, az emelés hatásának hatékonysága (azaz, hogy a kimutatott KSH-bérenövekedés milyen arányban jelent valós növekedést) vélhetően a 2001. és 2002. évi emelések közé tehető.

Akárcsak a korábbi évek minimálbér-emeléseinek hatásait illetően, a 2006-os emelés várható hatásai tekintetében sincs teljes konszenzus a hazai közgazdász-társadalomban. Egyrésztől feltételezhető, hogy a

2-22. ábra

Kaitz-indexek*



* A hatályos minimálbér és az adott év első negyedévi nemzetgazdasági átlagkereset hányadosa. Alternatív mutatóként kiszámítottuk az adott évi minimálbér azt megelőző évi-, illetve az előző év utolsó negyedévi átlagkeresetre vetített arányát is. Az index időbeli alakulása ez utóbbi esetekben is hasonló.

**A 2006 első negyedévi keresetadatok februárig tények, a márciusi adatpontot statisztikai módszer segítségével becsültük.

magasabb 2005-ös minimálbér-szint, illetve a magasabb végzettségűekre vonatkozó ajánlások miatt az idej emelés a korábbi két munkapiaci beavatkozáshoz képest jelentősebb munkapiaci folyamatokat indíthat el. Másfelől az idej emelés a korábbi éveknél lazább munkapiaci környezetben, jobb növekedési kilátások közepette ment végbe, amely tényezők csökkenthetik az intervenció negatív hatását. Ugyancsak feltételezhető, hogy a munkáltatói egészségügyi hozzájárulás fokozatos eltörlése és a 2007-es évre előirányzott tb-járulékesökkentés valamelyest ellensúlyozhatja a vállalatok idej bérköltség-növekedését.¹⁰

⁸ Lásd pl. Kertesi G.–Köllő J. (2004): A 2001. évi minimálbér-emelés foglalkoztatási következményei, *Közgazdasági Szemle*, LI. évf., 2004. április, 293–324.o.

⁹ Az index természetesen nem veszi figyelembe a bérelőslást – és főleg nem a valós bérelőslást – és annak esetleges változását, így ez alapján csupán indikatív jelleggel következtethetünk az érintettek számára.

¹⁰ A minimálbér-emelések hazai és nemzetközi tapasztalatairól és az idej emelés várható hatásairól bővebben lásd: Benedek Dóra et al.: Minimálbér-emelések Magyarországon 2001–2006, *PM Kutatási Füzetek*, 16. szám.

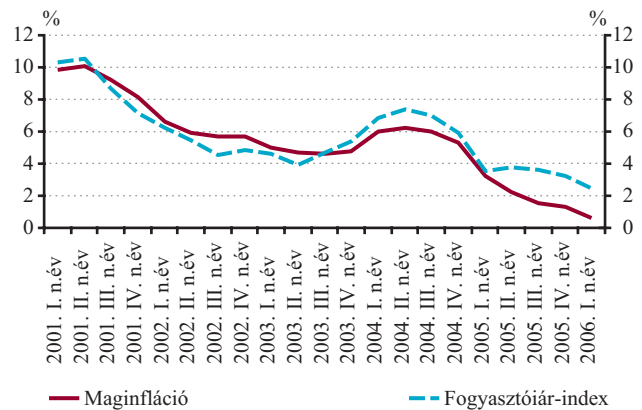
2.3. Az infláció alakulása

A fogyasztóiár-index a megelőző inflációs jelentés óta tovább csökkent: 2005 negyedik negyedévében 3,3 százalékos, 2006 első negyedévében 2,5 százalékos volt. Ezzel teljesült a tavalyi év végére vonatkozó 4 ± 1 százalékos inflációs cél. A defláció a maginfláció csökkenésében is megmutatkozott; a maginfláció éves indexei rendre 1,3 és 0,6 százalékosak voltak a két negyedévben.¹¹

Az idei év elején megfigyelt defláció elsődleges oka a legfelső 25 százalékos áfakulcs 20 százalékosra való csökkentése volt, mely az iparcikkek szinte teljes körét és a piaci szolgáltatások közel felét érintette. Mivel az áfacsökkentés fogyasztói árakban való megjelenésének mértékéről csak becslésünk lehet, az év elején – az egyszerű áfahatástól is megtisztított, tartós inflációs tendenciákat mutató – trendinflációs folyamatok értékelése a szokásosnál bizonytalanabbá vált.

2-23. ábra

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



2-3. keretes írás: Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?

Vizsgálataink szerint az áfacsökkentés elsődleges hatásának döntő része az év első két hónapjában lezajlott. Korábban a 2005. októberi, illetve 2006. januári áfacsökkentés együttes elsődleges árszintmérés-kelő hatását 1,4 százalékponttal becsültük.^{12,13} A beérkezett adatok tanúsága szerint azonban az árszintcsökkentő hatás csak 1,0 százalékpont körül lehetett, azaz mintegy 0,4 százalékponttal kisebb korábbi becslésünkénél.¹⁴

Termékcsoportszintű vizsgálataink szerint korábbi számításainkban elsősorban az iparcikkek körében becsültük felül az áfacsökkentés hatását. Ennek oka azonban egyelőre nem világos. Lehet, hogy rosszul ítéltük meg az áfaváltozások árhatásainak fennálló termékpiaci tényezőit, így a kereslet és kínálat árrugalmasságát, illetve az ártranszparenciát. Ebben az esetben a becsültnél kisebb év eleji árcsökkenés nem feltétlenül kell hogy befolyásolja a hosszabb távú inflációs kilátásokat. Lehetséges azonban az is, hogy a termékpiaci verseny korábbi élenkülönd tendenciája az előzetes várakozásunknál jobban lassult, ami viszont hatással lehet az infláció jövőbeli alakulására is.

¹¹ A legutóbb nyilvánosságra került áprilisi inflációs adat alapján a fogyasztóiár-index áprilisban 2,3 százalékos, a maginfláció 0,7 százalékos volt. Az áprilisi adat is megerősíti az infláció legutóbbi tendenciájáról kialakított képünket.

¹² A technikai hatást 1,9 százalékponttal tettük, amit a KSH számai később megerősítettek.

¹³ Az áfacsökkentés aggregált hatására vonatkozó becsléseinknél nem vettük figyelembe a szeszes italok, a dohánytermékek és a gépjárművek körében életbe lépő áfacsökkentést, mivel ezen termékek körében az áfacsökkentést ellentételezte a jövedéki adó, illetve a regisztrációs adó emelése. Érdemes megemlíteni, hogy a bor ára annak ellenére emelkedett januártól, hogy ezen termék esetében az áfacsökkentést nem ellentételezték a jövedéki adó emelésével, sőt azt teljes mértékben eltörölték.

¹⁴ Az áfacsökkentés árszintre gyakorolt hatását nemcsak előretekintve, de visszamenőleg is nehéz megítélni. A problémát az jelenti, hogy egy adott termékcsoporthoz hasonló ár-idősorát tekintve nem lehet egyértelműen elkülöníteni a trendinflációs folyamatot az áfacsökkentés hatásától. Egyik lehetőség, hogy valamilyen modellel (pl. ARIMA) megbecsüljük a trendinflációs folyamatot, és az áfacsökkentés hatását az így kapott árváltozás és a tényleges áralakulás különbségeként azonosítjuk. A másik lehetőség, hogy referencia-idősor képzünk azokból az áfacsökkentés által nem érintett termékekből, amelyek korábban a vizsgált termékcsoporthoz hasonló árdinamikát mutattak. Ebben az esetben azt feltételezhetjük, hogy az áfacsökkentés által érintett, illetve nem érintett termékek eltérő áralakulását az áfacsökkentés okozta. Ennek a módszernek az alkalmazására jelen esetben a piaci szolgáltatások esetében volt mód. Végül, hasznos információt lehet nyerni az egyes termékek havi árváltozás-eloszlásának vizsgálatából is. Az eloszlások alapján láthatjuk, hogy az áfacsökkentés hatása egyenletesen érintette-e az egyes termékcsoportokat (egy- vagy többmódusú-e az eloszlás) illetve, hogy az áfacsökkentés hány hónap alatt fejtje ki hatását, azaz adott időpontban nagyjából visszaáll-e az árváltozások áfaváltozás előtt szokásos eloszlása.

2-2. táblázat

Az áfacsökkentés becsült hatása a fogyasztóiár-index egyes tételeiben

	Súly (%)	Korábban becsült		Visszamenőlegesen a korábbi becslés megítélése
		átgyűrűződés	áfacsökkentés hatása	
Feldolgozott élelmiszerek	11,8	90	-0,5	Továbbra is elfogadható
Iparcikk	28,2	80	-2,7	Felülbecsült, a valóságos hatás -1 és -1,5 százalék között lehetett
Piaci szolgáltatások	19,0	33	-0,7	Továbbra is elfogadható
Járműüzemanyag	4,7	100	-4,0	Továbbra is elfogadható
Szabályozott árak	20,3	94	-1,5	Felülbecsült, a valóságos hatás -1,2 százalék körül lehetett
Fogyasztóiár-index	100,0	74	-1,4	Felülbecsült, a valóságos hatás -1,0 százalék körül lehetett
Maginfláció	67,7	66	-1,4	Felülbecsült, a valóságos hatás -0,8 százalék körül lehetett

A trendinfláció továbbra is alacsony, változó belső szerkezettel

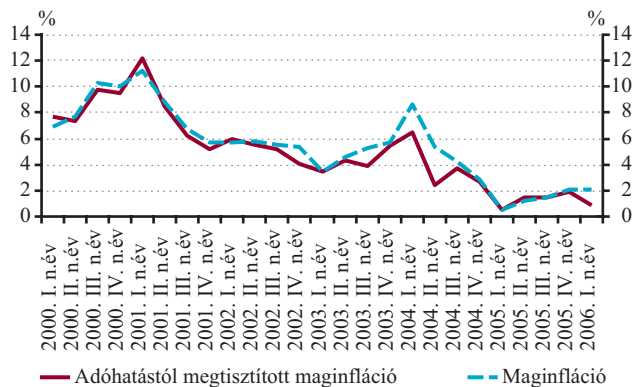
A trendinfláció megítélésünk szerint az első negyedévben, illetve áprilisban is a tavalyi év egészében jellemző igen alacsony szinten állt és fordulópontra a folyamatokban egyelőre nem láttunk. A márciusi és áprilisi maginflációs folyamatok – amelyeket nagy valószínűséggel már nem befolyásolt a januári áfacsökkentés – továbbra is 2 százalékpontos trendinflációt mutatnak. Ennél is alacsonyabb trendinflációt valószínűsíthetünk az indirektadó-változások hatásától megtisztított maginfláció alapján, ami az első negyedévben egy százalékpontos szinten állt.¹⁵

Egyértelmű elmozdulást figyelhetünk meg ugyanakkor a maginfláció belső szerkezetében, amelyről már az inflációs jelentés februári időközi felülvizsgálatában is részletesen írtunk. A külkereskedelemben versenyző termékek és piaci szolgáltatások inflációs különbözete, amely már hosszú ideje regionális összehasonlításban is igen magas volt és a negyedik negyedévben sem mutatta mérséklődés jeleit, az idei év elején gyors fordulatot vett. Az iparcikk deflációja (áfahatástól eltekintve) mérséklődött, miközben a szolgáltatások inflációjában érdemi csökkenés következett be.

2-24. ábra

Trendinflációs mutatók*

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



* A maginfláció időszora esetében az utolsó adatpont a márciusi és áprilisi havi árváltozások átlaga. Megítélésünk szerint a márciustól rendelkezésre álló adatok már jól tükrözik a trendinflációs folyamatokat, mert az áfacsökkentés ekkor már csak kevésbé hatott. Az adóhatástól szűrt maginfláció az MNB saját becslése, amely a 2006. januári áfacsökkentés maginflációra tett hatására adott saját becslésünkön alapul.

Alacsony iparcikk-infláció, enyhe gyorsulás jeleivel

A külkereskedelmi forgalomban versenyző termékek inflációja az első negyedévben az áfacsökkentés inflációt mér-

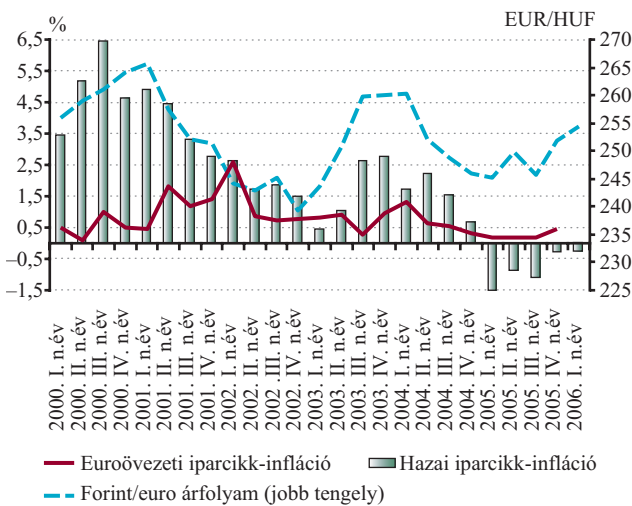
¹⁵ Az indirektadó-változástól megtisztított maginfláció az MNB becslése, amely a maginflációt a legutóbbi áfacsökkentés MNB által becsült árcsökkentő hatásával is korigálja. Így ez a mutató koncepcionálisan különbözik a KSH által számított változatlan adótaralmú indextől (VAI), ami az adóváltozás technikai hatásával korigál. Mivel – az előbbi mutatóval ellentétben – a VAI nem veszi figyelembe, hogy a fogyasztási javak értékesítői az áfaváltozásokat nem teljes mértékben érvényesítik az árakban, a VAI áfacsökkentés esetén a trendinflációt felülbecsli.

séklő hatásától eltekintve is alacsony maradt. Ugyanakkor az utóbbi hónapokban enyhe jelei mutatkoztak annak, hogy a tavalyi deflációs tendenciák mérséklődnek, illetve megfordulhatnak.

Az iparcikk deflációjának esetleges megtorpanása mellett szól az is, hogy a tavalyi év vége felé az euroövezet iparcikk-inflációja is gyorsulni kezdett, ami általában a korábbi globális dezinflációs nyomás enyhülését is tükrözhet. Ezzel párhuzamosan várható, hogy az EU-csatlakozás után érzékelhető belföldi termékpiacon versenyelénkülés árleszorító hatása is előbb-utóbb kifulladás; a kiskereskedelmi forgalmazók már nem növelhetik tovább az olcsóbb importtermékek arányát termékinálatukban, illetve a belföldi termelők és forgalmazói árreakciók megfelelően alacsony szintre süllyedhetnek.

2-25. ábra

Az iparcikk-infláció és főbb meghatározói*
(évesített negyedéves növekedési ütemek, az árfolyam szintben)



* A „*hazai iparcikk-infláció*” idősor esetében az utolsó adatpont a márciusi és áprilisi havi árváltozások átlaga. Megítélésünk szerint a márciustól rendelkezésre álló adatok már jól tükrözik a trendinflációs folyamatokat, mert az áfacsökkentés ekkor már csak kevésbé hatott.

Fontos hangsúlyozni azonban, hogy az iparcikk-infláció legutóbbi folyamataiban egyelőre nem jelentkezett a forint utóbbi hónapokban bekövetkezett jelentős gyengülésének inflációt növelő hatása. Az árfolyam-leértékelődésnek ez a hatása várhatóan a korábbi inflációs tendencián felül és csak később jelenik majd meg.

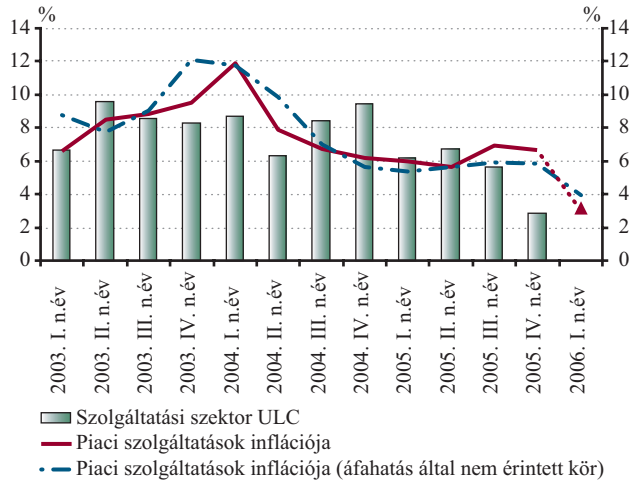
Csökkenni kezdett a szolgáltatások inflációja

Egyértelmű dezinfláció következett be ugyanakkor a piaci szolgáltatások körében: az árak éves növekedése a koráb-

bi 6–7 százalékról március–áprilisra 5 százalék alá csökkent. Az inflációcsökkenés nem csak az áfacsökkentés hatása, mivel a termékkör több mint felét kitevő, áfacsökken-

2-26. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja*
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



* A „*piaci szolgáltatások inflációja*” idősor esetében az utolsó adatpont a márciusi és áprilisi havi árváltozások átlaga. Megítélésünk szerint a márciustól rendelkezésre álló adatok már jól tükrözik a trendinflációs folyamatokat, mert az áfacsökkentés ekkor már csak kevésbé hatott.

tés által nem érintett kör inflációja is csökkent. Ezáltal mérséklődött az a felfelé irányuló inflációs kockázat, amit korábban az alacsony inflációs környezet ellenére magas szinten stabilizálódó szolgáltatásinflációban láttunk.

Azt, hogy idén végre megkezdődött a szolgáltatások inflációjának várt alkalmazkodása az alacsony inflációs környezethez, valószínűleg több tényező is elősegítette. Egyrészt, dezinflációs irányba hathatott az ágazat munkaköltségeinek 2005 során megfigyelhető fokozatos csökkenése. Másrészt, keresleti oldalról dezinflációs nyomást eredményezhetett az, hogy a szolgáltatások és iparcikk korábbi erős árarány-eltolódása a fogyasztási keresletet 2005 második felében vélhetően a szolgáltatásoktól az iparcikk felé terelte.¹⁶ Végül, az év elejére eső hirtelen inflációcsökkenés összhangban van azzal az euroövezetben is érvényes megfigyeléssel, hogy alacsony inflációs környezetben a szolgáltatások átárazása jellemzően évente egyszer, az év elején történik.

Csökkenő trend az inflációs várakozásokban

Az alacsony inflációs környezethez a gazdasági szereplők inflációs várakozásai – a Medián és a GKI felmérései alapján is – alkalmazkodni látszanak. A januári áfacsökkentés hatására az első negyedévben mind a lakosság, mind a

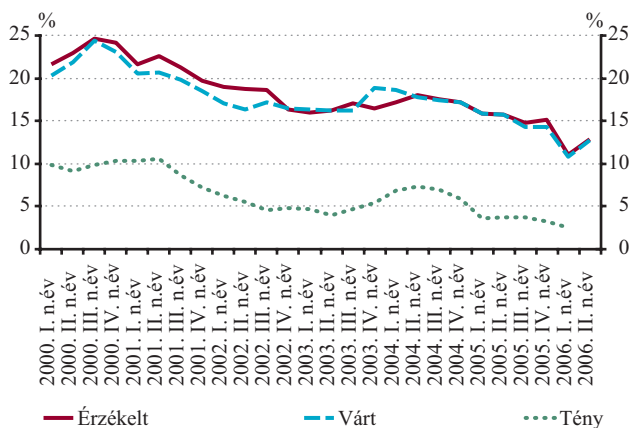
¹⁶ A fogyasztás iparcikk felé való eltolódásával kapcsolatos hipotézisünkről részletesebben is írtunk az inflációs jelentés 2006. februári időközi felülvizsgálatában.

vállalatok inflációs érzékeléseiben, illetve várakozásaiban határozott csökkenés következett be, ami részben a gazdasági szereplők áfacsökkenéssel kapcsolatos optimizmusát is tükrözhetette. Bár ez a csökkenés a Medián második negyedévre vonatkozó (áprilisban készített) felmérése szerint részben korrigálódott, az érzékelések és várakozások egy hosszabb időszakot tekintve továbbra is egyértelműen mérséklődő tendenciát mutatnak.

2-27. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás – Medián-felmérés*

(az elmúlt és az elkövetkező 12 hónapra vonatkozóan)



*Az MNB megbízásából a Medián által végzett lakossági felmérés alapján.

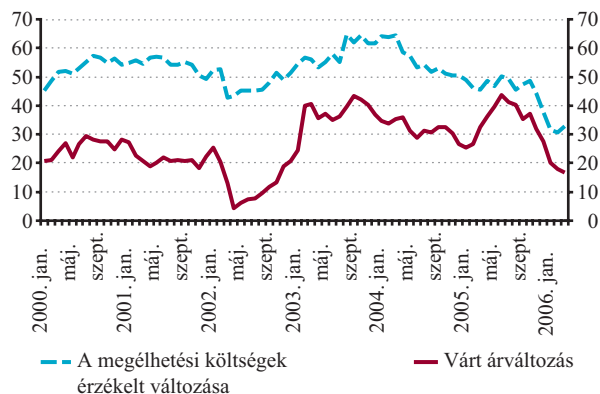
Inflációt növelő hatások a maginfláción kívüli körben

Az utóbbi két negyedévben a maginfláción kívüli termékek árai továbbra is infláció felett nőttek, ami a fogyasztóiár-index és a maginfláció között már egy éve fennálló, közel 2 százalékpontos elnyílásban is tükröződik. A jelenség részben globális természetű, és a nyersanyagoknak a fel-

2-28. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás – GKI-felmérés*

(az elmúlt és az elkövetkező 12 hónapra vonatkozóan)



*Egyenlegmutató, azaz pozitív (negatív) irányú elmozdulás az inflációs érzékelés, illetve várakozás emelkedését (csökkenését) mutatja.

Forrás: GKI-felmérés, DG Ecofin adatbázis.

dolgozott termékekhez képest számított világszintű relatív árának emelkedésére is visszavezethető.

A legutóbbi eltelt két negyedévben a maginfláción kívüli termékkörökön belül elsősorban a magas olajárak miatt közvetlenül érintett járműüzemanyagok inflációja, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése volt jelentős. A járműüzemanyagok inflációja 9 százalék körül alakult, és a világszintű olajárak legutóbbi hónapokban bekövetkezett további emelkedése, illetve a forint/euro árfolyam gyengülése a termékkör inflációs hatásának fennmaradását vetíti előre. A feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése különösen az idei év elején volt erős, ez alapvetően a zöldségek termékkör ársokkjával magyarázható.

2-4. keretes írás: A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről

Az elmúlt egy évben Magyarországon közel 20 százalékkal nőtt a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói ára, ami messze meghaladja a megelőző négy év átlagosan 3 százalékos növekedését. Ez a dinamikus ár-emelkedés alapvetően a zöldségekhez köthető. Ebben a körben a termelői árak túlnyomó része – termékenként nagy szórást mutatva – az

egy évvel korábbi árakhoz képest két-háromszorosukra nőttek.^{17,18} Igaz ugyanakkor, hogy a jelenlegi árak elsősorban a tavalyi évhez képest magasak, 2003-hoz, illetve 2004-hez képest az eltérés már nem ilyen jelentős. A termelői árakkal párhuzamosan a fogyasztói árak is dinamikusan emelkedtek az elmúlt időszakban: márciusban az éves index már 70 százalék fölé került.

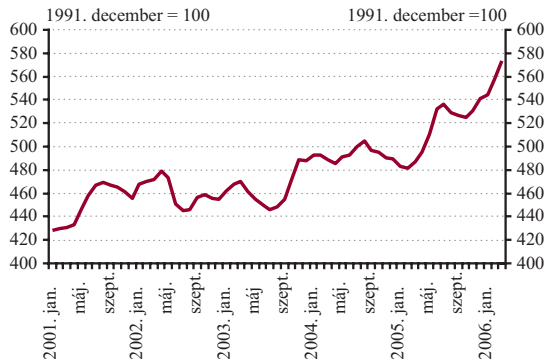
A fent leírtak okait kutatva legelőször is megállapítható, hogy a magyarországi zöldségárak elmúlt egy évben bekövetkezett áremelkedése

¹⁷ Lásd erről részletesen az Agrárgazdasági Kutató Intézet 15. heti zöldség- és gyümölcsügyi jelentését.

¹⁸ Érdemes megjegyezni, hogy a zöldségárak alakulását illetően jelentősek a különböző statisztikák közötti eltérések. A KSH 70 százalékos fogyasztóiár-indexével szemben a KSH termelőiár-indexe 20-30 százalékos, az AKII aggregált termelőiár-indexe 40 százalékos éves változást mutat, míg az AKII termékszintű kimutatásaiban egy év alatt két-háromszorosra növekvő termelői árak szerepelnek. Az aggregált termelőiár-indexek és a termékszintű árindexek nagy eltérése abból ered, hogy az aggregált indexek döntően ipari felhasználású zöldségeket is nagy súllyal vesznek figyelembe.

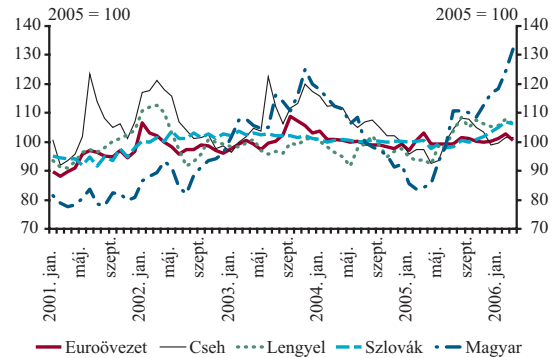
2-29. ábra

A feldolgozatlan élelmiszerek árának alakulása
(szezónálisan igazított, szint)



2-30. ábra

Az euroövezet és néhány kelet-közép-európai ország fogyasztói zöldségárának alakulása
(szezónálisan igazított, szint)



Forrás: Eurostat.

országspecifikus volt.¹⁹ Felmerülhet, hogy a magyarországi árakat miért nem szorítja le a behozatal. A zöldségek körében a behozatal áránya évek óta 10 százalék körül mozog, ami 2005-ben sem változott. A behozatal növekedésének minden bizonnyal legfontosabb gátja, hogy még a jelenlegi magas magyarországi árak sem haladják meg sem az euroövezeti, sem a környező országok árait.

A hazai termelésű zöldségek árának emelkedése az elmúlt egy évben minden bizonnyal a kínálat csökkenésére vezethető vissza: 2005-ben a vetésterület 15 százalékkal csökkent az előző évhez képest. Ugyanakkor némileg meglepő, hogy a kínálat fogyasztói árakra gyakorolt hatá-

sa ilyen jelentős. Ebben talán szerepet játszhat az is, hogy a téli hónapok forgalma sokkal kisebb, mint az év fennmaradó időszakában, ami az árak nagyobb változékonyságának engedhet teret.

Áprilistól kezdve fokozatosan megjelennek a hazai szabadföldi zöldségek a kínálatban, azaz az árak egyre inkább már az „idei” kereslet-kínálati viszonyokat fogják tükrözni. Egyelőre azonban nem lehet megítélni, hogy az ideai kínálat magasabb lesz-e a tavalyinál (például az elmúlt időszak magasabb árának ösztönzése nyomán), azaz kérdéses, hogy lesz-e korrekció az árakban és ha igen, milyen mértékű.

¹⁹ Érdekes, hogy – hasonlóan a teljes feldolgozatlan élelmiszer körhöz – a zöldségárak változékonysága Magyarországon jóval nagyobb, mint az euroövezetben, vagy akár a környező országokban, amin egyelőre az EU-csatlakozás sem változtatott. Elképzelhető, hogy ebben statisztikai módszertani különbségek is szerepet játszhatnak.

3. Inflációs kilátások





Előrejelzésünkben a fogyasztóiár-index növekedési üteme a 2006-os 2 százalékos szintről 2007–2008 folyamán 3 százaléki körüli szintre gyorsul. Ezzel párhuzamosan a maginflációs mutató is a jelenlegi igen alacsony 1 százalékról 3 köré

emelkedhet. Várakozásaink szerint mindez úgy valósulhat meg, hogy a külkereskedelmi forgalomba kerülő termék inflációja fokozatosan gyorsul, míg a szolgáltatászektorban az ár-növekedés a jelenlegi szintről 4-5% körüli értékre süllyedhet.

3-1. keretes írás: Feltevéseink

A korábbi gyakorlatunknak megfelelően az előrejelzésünk feltételes, azaz bizonyos változókra fix pályát feltételezve készül. Szabályaink értelmében az árfolyamadatokat az utolsó lezárt hónap átlagán rögzítettük a teljes előrejelzési horizonton, és így a számítások 265,3 forint/euro, illetve 1,227 dollár/euro szint mellett készültek. Továbbá, a Brent olajár esetében a határidős pályát vettük figyelembe, ami enyhe emelkedés után 70 dollár/hordó körül stagnál, valamint 6 százalékos jegybanki alapkamattal és 6,8%-os ötéves hozammal számoltunk.

Prognózisunkat 2006-ra az elfogadott adótörvényben szereplő tervezett és a mostanáig megvalósult intézkedések alapján készítettük, ame-

lyek összességében a GDP 0,8 százaléka körüli fiskális lazítást eredményeztek. 2007–2008-ra az elsődleges egyenleg fél százalék körüli javulását tételezzük fel. Mivel a jelenleg elfogadott intézkedések és determinációk, újabb intézkedések nélkül a hiány egy-másfél százalékos romlását vetitenék előre 2008-ig, az előrejelzésben feltételezett enyhe fiskális szűkítés is 2008-ig a GDP két százaléka feletti intézkedés meghozatalát igényelné.

Az előrejelzésünknek a fenti a változók és a gazdaság belső mechanizmusainak eltéréseiből adódó bizonytalanságáról (kivételt képez ez alól a kamatláb, mint monetáris politikai instrumentum, illetve az árfolyam) a két legyezőábra tájékoztat. A jelentést a május 15-i munkanap végéig rendelkezésre álló információk alapján készítettük.

2006 első negyedében a trendinfláció 1-2 százalék között tartózkodott, az év második felére azonban számos külső és belső folyamat eredményeként a maginfláció várhatóan emelkedni fog. Az előrejelzési horizontunk későbbi szakaszán ezek a hatások lecsengenek és így a trendinfláció 2008-ban 3 százalék körül stabilizálódhat.

Rövid horizonton a legtöbb tényező az infláció emelkedésének irányába mutat. A korábbiaknál gyengébb forint, a

piaci verseny hatásának kifutása és az európai iparcikk-infláció emelkedése, az emelkedő olajárak miatt az importált inflációs nyomás fokozatosan erősödik. Ezen túlmenően a hazai folyamatok jó része is inflációs hatású: az idei minimálbér-emelés és az erőteljes konjunktúra is az árak emelkedésének irányába mutat. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások lassuló inflációja és az inflációs várakozások mérséklődése részben segítheti a fenti tényezők ellensúlyozását.

3-2. keretes írás: Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok

A valutaárfolyam megváltozásának a belföldi fogyasztói árindexre gyakorolt hatását az árfolyam-begyűrűzés mértékével jellemezzük. Az árfolyam megváltozása több csatornán keresztül és különböző időhorizontokon hat az inflációra. Bár az árfolyam-begyűrűzés mértéke és időbeli lefolyása kulcsfontosságú az inflációs cél teljesítése szempontjából, az egyes hatások – időben is változó – hozzájárulásának számszerűsítése jelentős bizonytalansággal jár. Az egyes csatornák áttekintése után a jelenlegi magyar helyzet elemzésénél felmerülő nehézségeket mutatjuk be.

A forint leértékelődése esetén először az importált fogyasztási cikkek hazai árának megváltozásából fakadó közvetlen inflációs hatás érvényesül. 1-2 éves horizonton a termelésben felhasznált importárúk, mint költség-elemek árváltozása is megjelenik. Ilyen időtávon már az importárúkkal versenyző, de belföldön termelt javak árváltozása is jelentkezik, ami az importált és hazai jóságok közti keresletátcsoportosítás és a belföldi termelők ezzel együtt járó profitváltozása nyomán jelentkezik.²⁰ Hosszabb távon (3-4 év távlatában) a bérek és általában a munkapiaci folyamatok változásán keresztül, valamint – a béralkalmazkodást is elősegítő – várakozások módosulása révén jelentkező hatások dominálnak.²¹

Magyarországon a 2001 óta megfigyelhető deflációban valószínűleg nagy szerepet kapott egyrészt a sávcsélesztés utáni árfolyam-erősödés köz-

²⁰ Például leértékelődés esetén a külföldről importált áruk *ceteris paribus* relatíve drágábbá válnak az ezen árukkal versenyző hazai termelők áruhoz képest. Ezáltal megnő a kereslet a belföldön előállított termékek iránt, amire a hazai termelők – profitjuk növekedésével járó – áremeléssel válaszolnak. Ezzel ellentétes hatás, hogy az árszínvonal növekedése miatt csökken a jövedelmek reálértéke, amely az aggregált kereslet csökkenésén keresztül mérsékli a leértékelődésből fakadó áremelkedést.

²¹ Az árfolyam megváltozásának reálgazdasági és nominális változókra vett hatásait részletesen tárgyalja Kovács Mihály András „Hogyan hat az árfolyam? – Az 1995-ös stabilizáció tanulságai és jelenlegi ismereteink” című, 2005/6-os MNB Háttér tanulmánya.

vetlen és közvetett hatása, másrészt a tartósan a sáv erős oldalán stabilizáló árfolyamszint. Az árfolyam-erősödés hosszabb távú, a bérek és a várakozások alkalmazkodásán keresztüli dezinflációs hatását és ezen hatások pontos időbeli lefolyását különösen nehéz megítélni, hiszen azokat – az árfolyam mellett – számos tényező jelentősen befolyásolhatta az elmúlt időszakban (személyijövedelemadó- és járulékváltoztatások, minimálbér-módosítások, jelentős közalkalmazotti béremelés 2002-ben stb.).²²

A jelenlegi árfolyamváltozás – gyengülés – hatásainak megítélések számos bizonytalanság jelentkezik. Egyrészt a monetáris politika hitelesebbé válhatott, amely csökkentette az átmeneti árfolyamváltozások begyűrését: Az inflációs célkövetés alapvetően sikeresnek bizonyult, az árstabilitás közelébe sikerült lehozni az inflációt, amely valószínűleg növeli az inflációs cél hitelességét. Ennek révén bármely külső, átmeneti sokk – így az árfolyamsokk is – *ceteris paribus* kisebb hatást gyakorolhat az inflációra.

Másrészt az árfolyam változékonyságának az elmúlt fél évben tapasztalt növekedése önmagában is módosíthatja – valószínűleg csökkenti – a begyűrés mértékét. Ennek oka, hogy az árfolyam nagyobb változékonysága miatt a gazdasági szereplők kevésbé tudják megítélni az árfolyamváltozás tartós vagy átmeneti voltát, viszont a vállalatok – az árváltoztatásból fakadó költségek²³ elkerülése végett – a gyakori árváltoztatást igyekeznek elkerülni. Következésképpen egy adott árfolyamváltozásra kevesebben, illetve kisebb mértékben fognak reagálni. Ez a tényező – csakúgy, mint az előző, hitelességi tényező – csupán az árfolyam átmeneti megváltozásából fakadó begyűrés módosíthatja, a tartós árfolyamváltozás végső inflációs hatásain nem változtat.

Mind a tartós, mind az átmeneti árfolyamváltozás begyűrését módosíthatja viszont az európai uniós csatlakozással és a stabil árfo-

lyammal éleződő verseny. Ennek hatása azonban nem egyértelmű: az erősebb verseny egyrészt csökkentheti a cégek piaci erejét, amely a profitrés szűkülésében jelenik meg, így a vállalatok kevésbé tudják „lenyelni” az árfolyam-ingadozás – főként az importált nyersanyagok, illetve félkész termékek árán keresztül ható – költségmódosító hatásait. Ezzel ellentétes irányú, azaz a begyűrés csökkentő fejlemény lehet, ha az erősebb verseny a cégeket agresszívebb piacszerzési, illetve piac-megtartási stratégiákra ösztönzi. Ekkor ugyanis az árváltoztatásokat még inkább igyekeznek elkerülni, és a fogyasztókat az áron kívüli egyéb – tipikusan marketing – eszközökkel próbálják maguknál tartani.

Végül a gazdasági szereplők növekvő devizahitel-állománya – elsősorban keresleti oldalról – ugyancsak módosíthatja az árfolyamváltozásból adódó inflációs hatásokat: a gyengébb árfolyam magasabb forint-adósságtelherrel jár, így a vagyon, illetve jövedelem csökkenésén keresztül alacsonyabb kereslethez vezethet. Bár a gazdasági szereplők devizaadósság-állománya gyorsan növekszik, a jelenlegi szint még mindig viszonylag alacsony.²⁴ Emiatt a devizaadósság-átértéklődése elsősorban az egyes, nettó devizaadóssággal rendelkező gazdasági szereplők szintjén okozhat számottevő hatást, az ennek nyomán fellépő mérsékelt aggregált keresletcsökkenés dezinflációs hatása a jelen helyzetben – az árfolyam egyéb, inflációs hatásaihoz képest – igen kis mértékű.

Összességében megállapítható, hogy az árfolyamnak az inflációra gyakorolt hatását számos, időben is változó tényező határozza meg, következőképpen maga az árfolyam-begyűrés is változhat idővel. A jelenlegi információk alapján azonban nincs elegendő bizonyíték arra, hogy módosítsunk az árfolyam-begyűrés mértékéről alkotott korábbi feltételezésünkön.

Hosszabb távon, az inflációs és dezinflációs tényezők kiegyensúlyozottabb alakulására számítunk, ami miatt az infláció 3 százalék körül alakulhat. A konjunktúra lassulásával a keresletoldali nyomás gyengül. Költségoldalon pedig arra számítunk, hogy a minimálbéremelés elsődleges hatásának elmúltával, a fajlagos munkaköltségek visszafogottan alakulnak. Egyrészt ugyanis a 2007-re tervezett társadalombiztosítási járulékcsoökkentés igen moderált munkaköltség-alakulást tesz lehetővé, ugyanakkor a viszonylag laza munkapiacra a fajlagos munkaköltségek hosszabb távon is árstabilitással összhangban alakulhatnak. Emellett az árfolyam és a magas olajárak hatása is inkább 2006–2007 első felében jelent inflációs nyomást, míg hosszabb távon ezek a hatások is tompulnak.

Mindezen túlmenően a maginfláción kívüli tényezők (feldolgozatlan élelmiszerek, üzemanyagárak) árdinamikájának lassulása is mérséklőleg hat a fogyasztóiár-indexre hosszabb távon.

Rövid távon élénk növekedés minden szektorban, hosszabb távon lassulás várható

A reálgazdaságról alkotott képünkben az erős külsőkereslet-növekedés rövid távon gyorsuló beruházással és fogyasztással párosul. Ezzel szemben 2007-től az aggregált kereslet legtöbb tétele visszafogottabb ütemben növekszik tovább. Ezt mind a külső, mind a belső konjunkturális várakozásaink alátámasztják. A külső ke-

²² A bérekre és általában a munkapiacra, mint a hosszú távú alkalmazkodás kulcstényezőire hívja föl a figyelmet Jakab M. Zoltán és Kovács Mihály András „Az árfolyam-begyűrés meghatározói: szimulációk a NIGEM modellel” című tanulmánya. (MNB Füzetek, 2003/5.)

²³ Menüköltségek, információs költségek, esetleges piacvesztésből fakadó költségek.

²⁴ L. az MNB 2006. áprilisi „Jelentés a pénzügyi stabilitásról” című kiadvány 2-13. ábráját.

3-1. ábra

A maginfláció várható alakulása*
(évesített negyedéves változás)

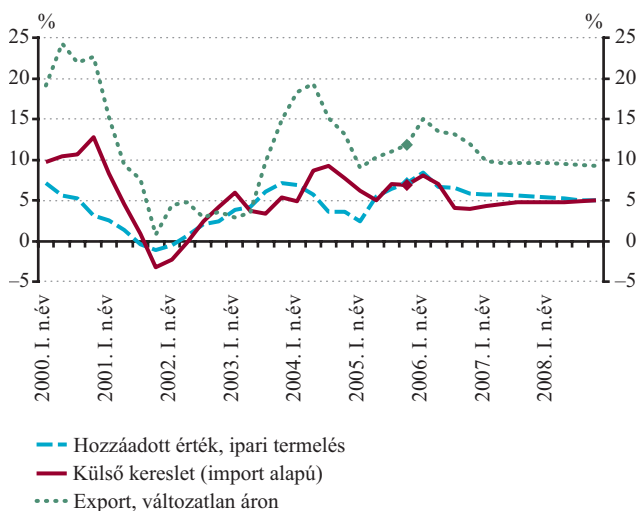


* MNB-becslés.

reslet oldaláról hosszabb távon a magas olajárak és világgazdaságban fennálló egyensúlyi problémák korrekciója lassíthatja a növekedést, ami a vállalati beruházások és az ipari konjunktúra némi lassulásának is alapot adhat.

3-2. ábra

A külső és belső konjunktúra alakulása
(éves növekedési ütem)

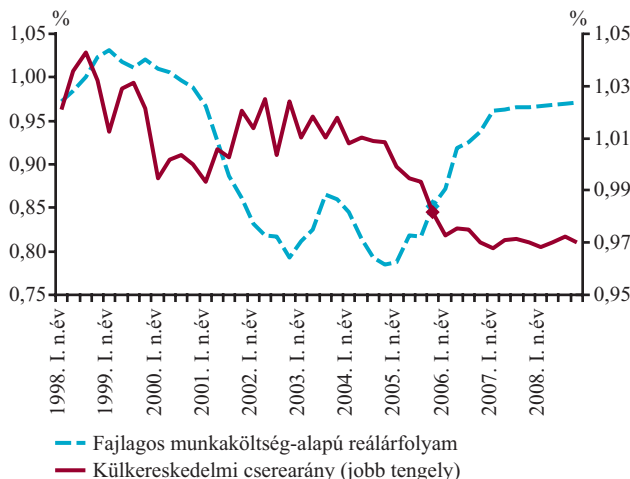


A lakossági reáljövedelmek bővülése az áfa-csökkentés és a fiskális lazítás hatásának kifutásával mérséklődhet, ami a fogyasztás lassulását is okozza. Ezzel egyidejűleg a lakossági beruházásoknál az egész előrejelzési horizonton stagnálással számolunk. A beruházási dinamika hosszabb távú lassulását támasztja alá a tágabb értelemben vett állami beruházások várható visszafogott alakulása is. A nettó export tartósan pozitívan járulhat hozzá a GDP növekedéséhez, a reálárfolyam gyengülése azonban a gazdaság magas importartalma miatt viszony-

lag mérsékelt növekedési többletet okoz. A cserearány romlása miatt azonban a kedvező volumenfolyamatok a külső egyensúly értékfolyamataiban nem tükröződnek közvetlenül.

3-3. ábra

A fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam* és a cserearány
(2000. év átlaga = 1)

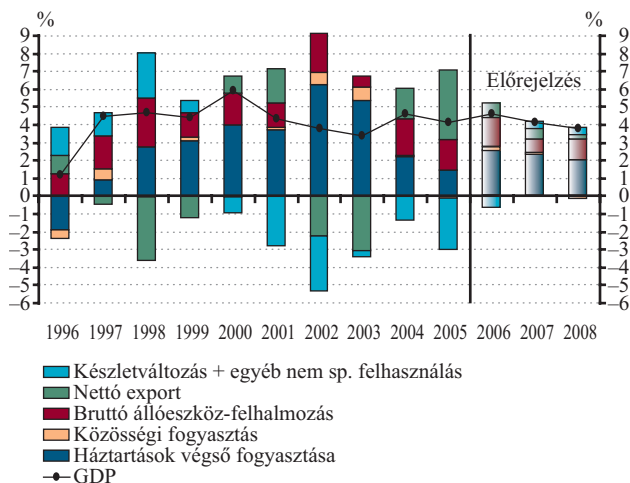


* A magasabb index árfolyam-gyengülést jelöl.

Összességében 2006-ban a bruttó hazai termék (GDP) a potenciális kibocsátást meghaladó, 4,5 százalékos körüli ütemben bővíthet, majd fokozatosan – minden tételében – lassulni kezd és 4 százalékos növekedés ütem alatt stabilizálódhat. Ezzel szemben, a kezdetben romló majd közel változatlan cserearányának köszönhetően, az idei évben a bruttó hazai jövedelem a GDP-nél lényegesen lassabban, hozzávetőlegesen 2,5 százalékkal bővíthet. A jövő évtől azonban fokozatosan, a GDP-től alig elmaradó, 3,5 százalékos körüli ütemre gyorsul.

3-4. ábra

A bruttó hazai termék éves növekedési üteme és tényezőinek hozzájárulása



A minimálbéremelés várakozásaink szerint átmenetileg emeli a bérinflációt

A munkapiacra várhatóan tovább folytatódik a munkaerő tőkével való helyettesítése mind vállalati szinten, mind az arányaiban több munkaerőt alkalmazó szektorok fokozatos visszaszorulásával. A minimálbér emelése rásegíthet az előbbi folyamatra, úgy véljük azonban, hogy a bérek lassulása várhatóan csak átmenetileg törik meg. Egyrészt ugyanis vélhetőleg a minimálbéremelés nem teljes mértékben jelent valós bérnövekedést. Másrészt az aggregált szinten laza munkapiacra a bérsokk tovagyűrűző hatásai is a 2001–2002-es emelésnél jóval kisebb valószínűséggel érvényesülnek. Harmadrészt a társadalombiztosítási járulékok 2007-es tervezett csökkentése jelentős munkaköltség-mérséklő tényező lehet, ami szintén ellene hat a minimálbéremelés tovagyűrűző hatásainak. Összességében a versenyszféra bérei 2006-ban 8 százalék körül, hosszabb távon 6-7 százalék körül emelkedhetnek.

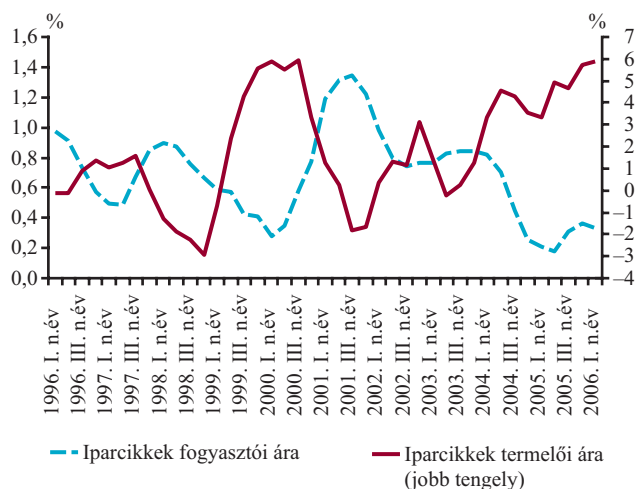
Rövid távon gyorsuló infláció, hosszú távon kiegyensúlyozottabb maginfláció

A korábbi kedvező, dezinflációs hatások után az inflációt meghatározó külső tényezők a trendinfláció gyorsulását idézik elő. Az Európai Unióhoz való csatlakozást követően kiéleződő verseny inflációmérséklő hatása az elmúlt időszakban gyengült, emellett az iparcikkek euroövezeti fogyasztóiár-indexe hosszú ideje tartó stagnálás után emelkedésbe váltott. A gyorsuló importált infláció mellett a korábbiaknál több mint 5 százalékkal gyengébb forintárfolyam is magasabb inflációt okozhat, elsősorban az iparcikkek körében.

Az inflációs nyomást növeli továbbá a historikusan is magas olajár, aminek hatását megbecsülni azonban rendkívül nehéz. A járműüzemanyag- és energiaárakban érzékelt hatásán kívül más országokban is csak mérsékelt begyűrűzésről számolnak be.²⁵ Az olajár-emelkedés fogyasztói árakban való megjelenítését akadályozhatja az intenzív verseny, de akár az is, ha az olaj iránti megugrott kereslet indokolja a magas árakat. Előrejelzésünkben, a határidős pályának megfelelő mérsékelt áremelkedéssel és annak elsősorban elsődleges hatásaival számoltunk, ezért a historikus csúcson álló olajár csak az előrejelzési horizont elején emeli az inflációt, míg távolabbra tekintve pedig elsősorban a szabályozott energiaárakra van hatással. A szabályozott áraknál így az energiaárak magas olajárakhoz való fokozatos igazodásával számolunk, míg a maradék tétel túlnyomó részénél semleges feltevésekkel élünk, azaz azt feltételezzük, hogy alakulásuk a maginfláció követi.

3-5. ábra

Euroövezeti iparcikk-árindexek
(mozgóátlaggal simított éves változás)



Az idei év során, a fent említett tényezők mellett az erős külső és belső konjunktúra is az infláció emelkedését vonja maga után, hosszabb távon azonban a konjunktúra lassulásával a keresleti oldali inflációs nyomás enyhülésére számíthatunk.

Hosszabb távon a költségoldali inflációs nyomás is enyhülhet, hiszen a legtöbb költségoldali tényező, bérköltségek, árfolyam, olajárak hatása alapfeltevéseink fennállása esetén egyéves horizonton csúcsosodik ki.

Az előbb bemutatott folyamatok eredményeként arra számíthatunk, hogy az előrejelzési horizonton a szolgáltatás-szektor és az iparcikkek árának elmúlt időszakban megfigyelt számottevő inflációs különbsége szűkül. Egyrészt ugyanis minden tényező az iparcikkárak emelkedésének irányába mutat, másrészt pedig a piaci szolgáltatásoknál a korábbiaknál markánsabb dezinflációra számíthatunk, amiben az alacsonyabb inflációs várakozások és a várható intézkedések nyomán csökkenő bérköltségek is szerepet játszhatnak.

A korábbi dezinflációs hatások és a szaporodó inflatorikus tényezőknek az árindexekre gyakorolt hatását az előrejelzési horizontunk elején a 2006-os áfacsökkentés rejti el, és így végeredményben a maginflációt 2006-ra alig 1 százalék felett, azt követően pedig 3 százalék környékére várjuk.

A maginflációnál kezdetben magasabb fogyasztóiár-index

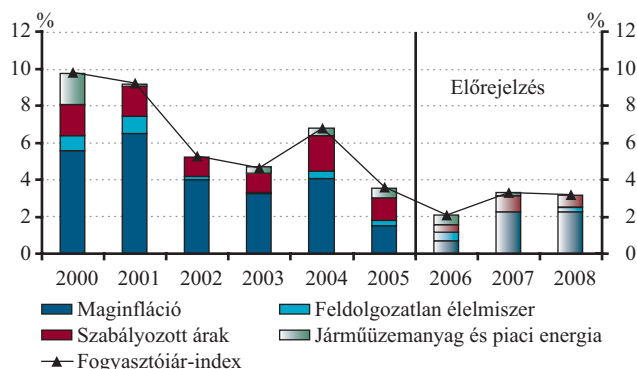
Az év elején megfigyelt két számjegyű feldolgozatlanélelmiszer-árak, illetve az emelkedő olajár nyomán felgyorsult

²⁵ Lásd pl. az IMF 2006. tavaszi World Economic Outlook című kiadványát és az EKB 2006. márciusi havi jelentését.

benzinárak miatt 2006-ban a fogyasztóiár-index a maginflációt lényegesen meghaladó mértékben, két százalék körül alakul. Hosszabb távon, az élelmiszerárak lassulásával illetve az olajár-emelkedés hatásainak kikutásával, a maginflációval lényegében megegyező ütemben emelkedik.

3-6. ábra

A fogyasztóiár-index éves növekedési üteme és az egyes tényezők növekedési hozzájárulása



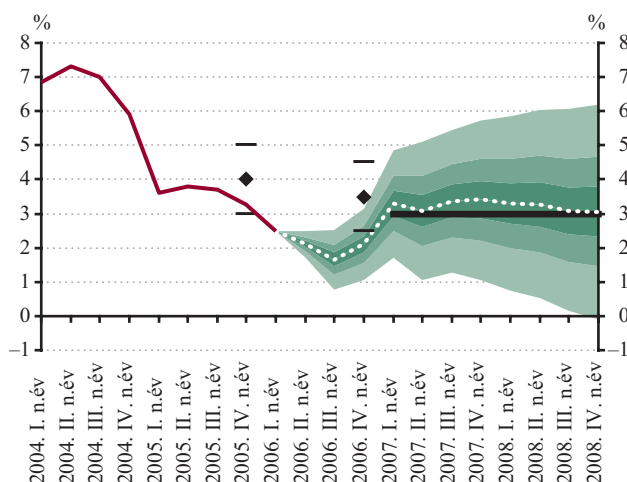
A fogyasztóiár-index körüli bizonytalanság kiegyenlített, a növekedést enyhe lefelé mutató kockázat terheli

Megítélésünk szerint az inflációs előrejelzésünk alappályája körüli bizonytalanságok nagyjából kiegyenlítettek a teljes előrejelzési horizonton. Az inflációs cél viszonyában azonban 2007-ben a célnál nagyobb infláció valószínűsége enyhén magasabb, mint a célnál kisebb áremelkedésé, a kockázatok az előrejelzési időszak végére újból kiegyenlítődnek. Ami a gazdasági növekedés körüli bizonytalansági eloszlást illeti, ott enyhén lefelé mutató kockázatokat érzékelünk a teljes előrejelzési horizonton.

Inflációs előrejelzésünk körüli kiegyenlített kockázati megítélés az egymást többé-kevésbé kompenzáló felfelé és lefelé mutató kockázatok révén alakult ki. Az alacsonyabb infláció felé mutató legfontosabb kockázati tényező a tb-járulék csökkentése. Megítélésünk szerint nem zárható ki, hogy a járulékcsökkentés miatti profitabilitás javulása az alappályánál erőteljesebb foglalkoztatottsággal, mérsékelt bérinflációval és alacsonyabb inflációval jár. Alacsonyabb infláció felé mutató kockázatot jelent továbbá, a költségvetés feltételezettnél nagyobb mértékű kereslet-visszafogó hatása. Nem zárható ki az sem, hogy a piaci szolgáltatások árának kedvező alakulása az inflációs várakozások fékeződését mutatja, amely szintén alacsonyabb infláció kialakulásához vezethet. A fenti tényezőket azonban kiegyenlítik a magasabb infláció felé mutató bizonytalansági tényezők. Ilyen lehet a szabályozott áraknak és a világpiaci olajáraknak az alappályában feltételezettnél magasabb szintje.

3-7. ábra

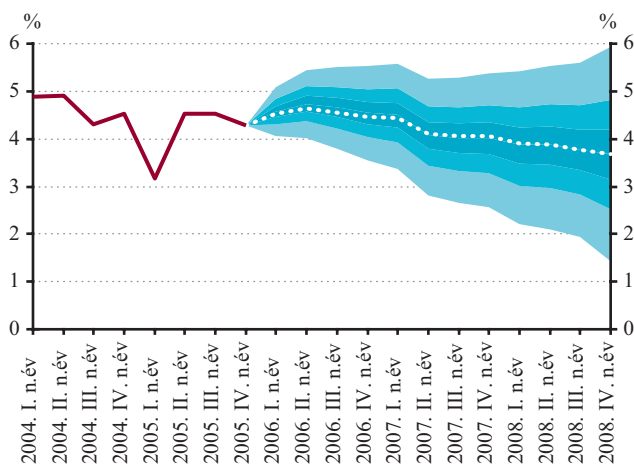
Az inflációs előrejelzés legyezőábrája* (előző év azonos időszakához képest, százalék)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összességé 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.

3-8. ábra

A GDP előrejelzés legyezőábrája* (előző év azonos időszakához képest, százalék)



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

Az aggregált kereslet a feltételezettnél nagyobb mértékben visszafogó költségvetési politika jelenti konjunkturális előrejelzésünk körüli bizonytalansági eloszlás meghatározó, lefelé mutató tényezőjét. Lefelé irányuló kockázatot jelenthet továbbá a szabályozott áraknak az alappályánál gyorsabb növekedése, hiszen ez kisebb lakossági reáljövedelemhez és fogyasztási kereslethez vezetne. A 2006-os minimálbér-emelés is mérsékelt növekedést okoz-

hat, ha az a bérköltségek emelkedése miatt alacsonyabb foglalkoztatottsághoz vezet. A világpiaci olajárak növekedési hatásában szintén lefelé mutató kockázatot érzékelünk. Megítélésünk szerint több tényező – például a globális egyensúlytalanságok korrekciója, illetve az európai bel-

ső kereslet visszafogottsága – is a külső konjunktúra változalnál kedvezőtlenebb alakulását jelentheti. A fenti tényezőkkel szemben, a tb-járulék feltételezett csökkentése, a foglalkoztatottság élénkülésén keresztül, a növekedési kilátásokra kedvezően hathat.

4. Háttérinformációk és egyensúly





4.1. Háttérinformációk előrejelzésünkhöz

Az aktuális jelentésben a novemberi jelentéshez képest megemeltük mind a 2006-ra, mind a 2007-re vonatkozó inflációs előrejelzésünket. Az emelés éves átlagban 2006-ra vonatkozóan 1,0, míg 2007-re 0,5 százalékpont.²⁶

A magasabb prognózis az inflációra gyakorolt hatás alapján egymásnak ellentmondó, illetve átmeneti és tartós folyamatok eredőjeként adódott.

Az előrejelzési horizont egészén magasabb inflációt okoz a korábbinál leértékeltébb forintárfolyamra vonatkozó feltevésünk, illetve hogy magasabb olajárakkal számolunk. Emellett az idei év első kéthavi adata alapján úgy tűnik, hogy a minimálbér-emelés hatása a bérekre nagyobb volt az általunk korábban vártnál, ami a magasabb munkaköltségeken, illetve a gyorsabb jövedelemkiáramlásra keresztül magasabb inflációt okozhat.

Rövidebb távon (2006-ban) nagyobb mértékben emeltük inflációs előrejelzésünket, mint hosszabb távon, mivel több tényező is vélhetően csak átmenetileg emeli a fogyasztóiárindexet. Ezek közé tartozik, hogy az áfacskéntés kisebb mértékben jelentkezett a fogyasztói árakban, mint azt korábban vártuk.^{27, 28} Emellett a mezőgazdasági termelői árak a szezonális termékek körében az elmúlt félévben jelentősen nőttek és ez tetten érhető volt a feldolgozatlanélelmiszerárakban is.²⁹ Érdemes megemlíteni, hogy az alkoholos italok

körében – szemben a 2004–2005-ös folyamatokkal – jelentős áremelkedés következett be, annak ellenére, hogy nem változott, illetve csökkent ezen termékek indirektadó-terhelése. Ezt egyelőre a profitabilitást helyreállító egyszeri korrekciónak tekintjük, azaz hosszabb távon alapvetően a korábban is feltételezett áremelkedési ütemmel számoltunk.

A fentiekkel szemben alacsonyabb infláció kialakulása irányába hathat, hogy a piaci szolgáltatások körében az első negyedévben dinamikus defláció bontakozott ki. A bérinfláció, illetve a lakossági inflációs várakozások csökkenésével együtt ez jelezheti, hogy az alacsony inflációs környezethez való alkalmazkodás fokozatosan kiterjed a gazdaság egészére. Emellett alacsonyabb infláció kialakulása felé mutat az is, hogy a termelékenység növekedésére vonatkozó előrejelzésünk meghaladja a korábbi prognózisunkat, ami mögött alapvetően a kedvező konjunkturális kilátás, illetve az ennek ellenére szinten maradó foglalkoztatottság áll.³⁰

Összességében tehát az infláció következő két évében várható lefutásáról alkotott képünk abból a szempontból nem változott, hogy a mostani 2 százalékos körüli szintről mind a trendinfláció, mind a fogyasztóiár-index 2007-re 3 százalékos köré emelkedik. Ugyanakkor most magasabbra várjuk az inflációs pályát az előrejelzési horizont egészén, különösen az időszak elején.

4-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest*

	2005. november		Aktuális		Változás	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Jegybanki alapkamat (%)**	6,00	6,00	6,00	6,00	0,0***	0,0***
Forint/euro árfolyam	251,7	251,7	262,6	265,3	4,3	5,4
Dollár/euro árfolyam (cent)	120,2	120,2	122,1	122,7	1,6	2,1
Brent olajár (dollár/hordó)	59,5	58,0	68,9	71,4	15,8	23,1
<i>Brent olajár (forint/hordó)</i>	<i>12 181,7</i>	<i>11 880,0</i>	<i>14 827,2</i>	<i>15 434,7</i>	<i>21,7</i>	<i>29,9</i>

* Éves átlagok, a 2006. áprilisi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpályá alapján.

** Év végi értékek.

*** Eltérés százalékpontban.

²⁶ A jelentést a május 15-i munkanap végéig beérkezett információk alapján készítettük.

²⁷ Amennyiben emögött az áll, hogy a piaci verseny kevésbé erős, mint azt korábban gondoltuk, úgy az hosszabb távon is a magasabb infláció irányába mutató jelzésként értékelhető.

²⁸ Erről lásd részletesen a 2-3. számú keretes írást.

²⁹ Erről lásd részletesen a 2-4. számú keretes írást.

³⁰ Mindezeket túl technikailag alacsonyabb fogyasztóiár-indexet eredményez 2007 első felében a jelenlegi magas mezőgazdasági termelői árak bázisátása is a feldolgozatlan élelmiszerek körében.

4-2. táblázat

Az inflációs előrejelzésünk változására ható legfontosabb tényezők

	Magasabb inflációt okoz	Alacsonyabb inflációt okoz
Átmeneti hatás	<ul style="list-style-type: none"> • Az áfacsökkentés az általunk korábban becsülnél csak kisebb mértékben jelent meg a fogyasztói árakban • Magas mezőgazdasági termelői árak a szezonális termékek körében • Az alkoholos termékek gyors áremelkedése az elmúlt negyedévben 	<ul style="list-style-type: none"> • A jelenlegi magas mezőgazdasági termelői árak bázishatása negatív indexeket eredményez 2007 első felében a feldolgozatlan élelmiszerek körében
Tartós folyamat	<ul style="list-style-type: none"> • Leértékeltébb forintárfolyam-feltevés • Magasabb határidős olajárpálya • A minimálbér-emelés hatása nagyobb a bérekre, mint azt korábban becsültük 	<ul style="list-style-type: none"> • A piaci szolgáltatások körében megindult defláció • Csökkenő inflációs várakozások • A termelékenység korábban vártnál gyorsabb növekedése

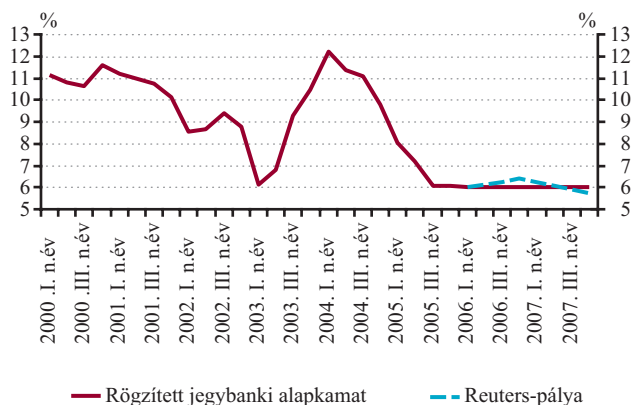
A gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk 2006-ra vonatkozóan változatlan maradt, míg 2007-re 0,1 százalékponttal csökkentettük. Ez utóbbi mögött alapvetően a beruházásokra, illetve a lakossági fogyasztásra adott előrejelzésünk mérséklődése áll.

Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása

Korábbi gyakorlatunknak megfelelően, most is megvizsgáltuk, hogy miképpen befolyásolta volna előrejelzésünket, ha a konstans árfolyam- és kamatfeltevésünk helyett a Reuters-felmérésben szereplő átlagos árfolyam- és kamatvárakozásokat alkalmaztuk volna. A piaci elemzők 2006 végéig a jegybanki alapkamatnak a mostani 6-ról, 6,5 százalék közelébe való emelkedését, illetve onnan 5,75 százalékra való fokozatos csökkenését várják 2007 végéig. Emellett a forint/euro nominális árfolyamának 257-es szintre való felértékelődését várják 2007 végére.

4-1. ábra

Jegybanki alapkamat-pálya a Reuters áprilisi felmérése és a rögzített kamat feltevése mellett



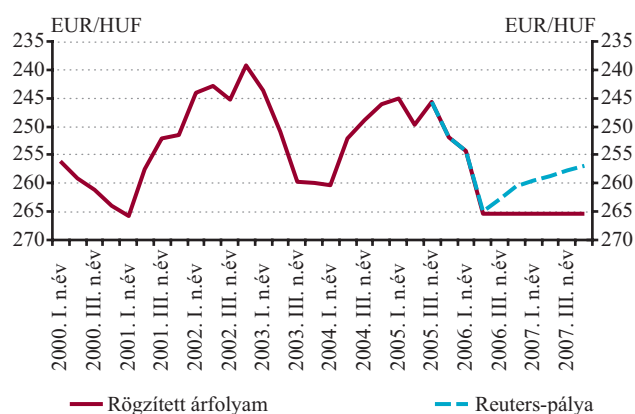
Amennyiben ezeket a várakozásokat használtuk volna alapfeltevésként, akkor inflációs előrejelzésünk 2006-ra 0,05 százalékponttal, 2007-re 0,3 százalékponttal lett volna alacsonyabb. A gazdasági növekedésre adott előrejelzésünk 2006-ra nem változott volna érdemben, míg a 2007-es 0,1 százalékponttal kisebbnek adódott volna.

Előrejelzésünk összevetése más intézetek prognózaival

Az MNB inflációs előrejelzése megegyezik az elemzők, illetve kutatóintézetek átlagos várakozásával. Ugyanakkor a gazdasági növekedésre vonatkozó prognózis mindkét évben a piaci várakozások felső szélén helyezkedik el. Ami az egyensúlyi mutatókat illeti, az MNB folyó fizetésimérleg illetve államháztartási hiányra vonatkozó prognózisa 2006-ra nem tér el a piac által várttól, ugyanakkor a folyó fizetésimérleg-hiány prognózisa 2007-re magasabb annál.

4-2. ábra

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



* Fordított skála.

4-3. táblázat

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

	2005	2006		2007		2008	
	Tény/ Becslés	Előrejelzés					
		Nov.	Aktuális	Nov.	Aktuális	Nov.	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	2,1	0,8	1,0	2,8	3,4	n. a.	3,3
Fogyasztóiár-index	3,6	1,1	2,1	2,8	3,3	n. a.	3,2
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,0	1,9	2,2	2,0	2,2	n. a.	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	0,9	1,0	0,8	(-0,5)-0,0*	-0,6*	n. a.	-0,6*
Lakossági fogyasztás ³	2,1	3,7	3,7	3,2	3,4	n. a.	3,0
Memo: Lakossági fogyasztási kiadás ³	2,4	4,3	4,0	3,7	3,4	n. a.	2,9
Állóeszköz-felhalmozás	6,6	5,4	6,3	2,9	2,8	n. a.	4,4
Belföldi felhasználás ³	0,2	6,1***	3,8***	3,1***	3,6***	n. a.	3,6
Export	10,6	9,2	13,3	9,2	9,6	n. a.	9,4
Import ⁴	5,8	11,1***	12,4***	8,2***	9,0***	n. a.	9,2
GDP ³	4,1 (4,3)**	4,5	4,5	4,3	4,2	n. a.	3,8
Folyó fizetési mérleg hiánya⁴							
A GDP százalékában	7,3	9,1***	8,3***	8,5***	8,2***	n. a.	8,0
Milliárd euróban	6,4	8,3***	7,4***	8,3***	7,7***	n. a.	8,0
Külső finanszírozási igény⁴							
A GDP százalékában	6,5	8,4***	7,1***	7,7***	6,8***	n. a.	6,2
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁵	8,9	6,5	6,8	6,0	6,2	n. a.	5,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁶	-0,1	0,5	0,2	0,7	1,0	n. a.	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset	6,9	7,3	7,9	6,5	6,8	n. a.	6,1
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	0,3	0,9	0,6	1,1	1,5	n. a.	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	4,7	3,1	4,3	1,2	0,2	n. a.	2,6
Lakossági reáljövedelem	4,3****	5,0	4,7	2,7	2,6	n. a.	2,3

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

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

³ A 2000-ig rendelkezésre álló negyedéves adatok ismeretében, aktuális előrejelzésünket már a FISIM új módszertan szerinti elszámolásnak megfelelően készítettük el. Az előrejelzésünk lezárása után, május 16-án beérkezett KSH nemzetiszám-*revízió* hatását az adatok nem tartalmazzák.

⁴ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁵ Pénzforgalmi szemléletben. Itt megjegyezzük, hogy a novemberi előrejelzés készítésekor eltérő koncepciójú adatokat publikáltunk. Az akkor publikált adatok egyrészt eredmény szemléletben készültek, másrészt becslést tartalmaztak a munkaügyi statisztika által nem mért, de a KSH munkaerő-felmérése által mért kör béreire. Az itt bemutatott novemberi adatok a jelenlegi gyakorlatunkkal összevethetőek.

⁶ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2007-re, illetve 2008-ra költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk.

** Zárójelben a szökővhatással korrigált adatok szerepelnek.

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

**** MNB-becslés.

4-4. táblázat

Előrejelzésünk összevetése más intézetek prognózaival

	2006	2007
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
<i>MNB</i>	2,1	3,3
Consensus Economics (2006. március) ¹	1,6–1,9–2,3	1,9–2,9–3,8
OECD (2005. december)	2,0	2,7
Európai Bizottság (2005. ősz)	2,0	3,0
IMF (2006. április)	2,0	2,7
Reuters-felmérés (2006. április) ¹	2,0–2,2–2,6	2,5–3,4–4,6
Világbank (2005. november)	2,2	n.a
GDP (éves növekedés, %)		
<i>MNB</i>	4,5	4,2
Consensus Economics (2006. március) ¹	4,0–4,3–4,6	3,0–3,9–4,5
OECD (2005. december)	4,2	4,0
Európai Bizottság (2005. ősz)	3,9	3,9
IMF (2006. április)	4,4	4,2
Reuters-felmérés (2006. április) ¹	3,5–4,3–4,5	2,8–3,9–4,4
Világbank (2005. november)	3,8	n.a
Folyó fizetési mérleg hiánya (Mrd euro)		
<i>MNB</i>	7,4*	7,7*
Consensus Economics (2006. március) ^{1,2}	6,3–7,5–8,7	5,5–7,3–8,9
Reuters-felmérés (2006. április) ¹	5,9–7,2–8,1	6,4–7,3–8,0
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)		
<i>MNB</i>	8,3*	8,2*
OECD (2005. december)	8,5	7,9
Európai Bizottság (2005. ősz)	8,4	7,7
IMF (2006. április)	8,2	7,5
Világbank (2005. november)	8,2	n.a
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)		
<i>MNB</i>	7,8–8,9**	n.a
Consensus Economics (2006. március) ¹	5,7–7,2–10,2	4,3–6,0–8,0
Európai Bizottság (2005. ősz) ⁴	6,7	6,9
Reuters-felmérés (2006. április) ¹	7,0–8,0–9,0	5,4–6,4–7,5
Világbank (2005. november)	5,7	n.a
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések		
<i>MNB</i>	5,7	4,6
OECD (2005. december) ³	6,3	7,3
Európai Bizottság (2005. ősz) ³	6,0	5,9
IMF (2006. április) ³	5,8	5,1
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzése		
<i>MNB</i>	2,2	2,2
OECD (2005. december) ³	2,1	2,4
Európai Bizottság (2005. ősz) ³	2,1	2,4
IMF (2006. április) ³	2,5	2,3

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

¹ A Reuters és a Consensus Economics felmérésénél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² A felmérés dollárban adja meg a folyó fizetésimérleg-előrejelzéseket, amelyeket a jelentésben feltételezett euro/dollár árfolyammal számítottunk át.

³ MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közltekétől.

⁴ Az összehasonlíthatóság érdekében korrigáltuk a magán-nyugdíjpénztári rendszerbe való befizetésekkel.

* Előrejelzésünk tartalmazza a Gripen-beszerezés GDP arányában 0,3 százalék körüli folyó fizetési mérleget rontó hatását.

** A sáv az ESA-módszertan hazai alkalmazásának bizonytalanságát fejezi ki.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2006. március); European Commission Economic Forecasts, 2005. ősz; IMF World Economic Outlook (2006. április); Reuters-felmérés 2006. április, World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (2005. november); OECD Economic Outlook (2005. december).

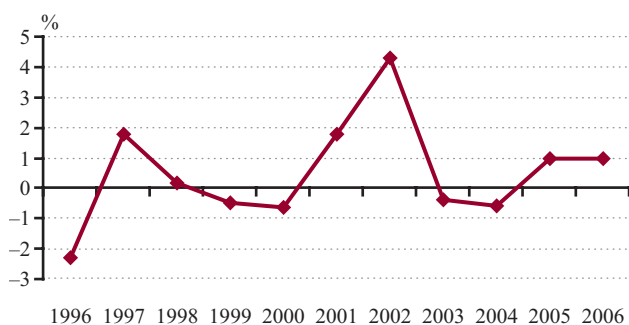
4.2. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

A fiskális politika 2006 során (becslésünk szerint a GDP 0,8 százaléka körüli mértékben) továbbra is lazítja az aggregált keresletet, azaz a tágabban értelmezett állami szektor 2005-höz képest fokozott mértékben bővíti a többi gazdasági szektor jövedelmét.

Az általunk becsült ún. kiegészített (SNA) egyenleg 2006-ra mintegy fél százalék körüli egyenlegromlást jelez előre. Ennek oka az, hogy az adócsökkentések hatását csak részben ellensúlyozták tényleges egyensúlyt javító intézkedések. A tágabb értelemben vett államháztartás aggregált keresletének változását jelző fiskális keresleti hatás mutatószám az állam aggregált kereslet-növekedését 2006-ban a GDP 0,8 százalékára becsüli. Az államháztartás becsült keresletének elmúlt időszaki alakulását az alábbi ábra szemlélteti.

4-3. ábra

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



* 2006-ban várhatóan beérkező Gripen vadászpilóták egyösszegű elszámolásával.

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-szemléletű hiánya – év közbeni pótlólagos egyenlegjavító intézkedés hiányában – idén sem csökken, sőt akár jelentősen is emelkedhet a 2005. évi előzetes tényadathoz képest. Ennek oka, hogy az adócsökkentések, valamint a jóléti kiadások növelésének deficitnövelő hatását csak részben képes ellensúlyozni a beruházások csökkentése és a költségvetési intézmények kiadásainak mérséklése. Továbbá, a kormány által tervezett 2006-os hiánycsökkentés részben az állami beruházások jelentős részének a költségvetési elszámoláson kívülré való „kiszervezéséből” adódik.

A 4-5. táblázatban foglaltuk össze a különböző hiánymutatószámok múltbeli és ez évi várható alakulását. Előrejelzésünk alappályája szerint a kormány által kitűzött ESA-egyenlegcél kormányzati intézkedések nélkül nem teljesül. A várható hiánytúllépés megközelítheti a GDP 1,5 százalékát, az autópálya-építésekhez kötődő módszertani kockázatok nélkül (a módszertani kockázatokkal növelt előrejelzésünket tartalmazza a 4-6. táblázat 9. sora, a kockázat mértékére vonatkozó becslésünket lásd lejjebb).

A 2006. évi pénzforgalmi hiány-célra adott GDP-arányos előrejelzésünk a novemberi jelentéshez képest csak kissé mértékben változott, de annak összetétele módosult. A korábban gondoltnál a GDP mintegy 0,3 százalékaival magasabb lehet a nettó pénzforgalmi szemléletű kamatkidadás és az önkormányzat alrendszerénél magasabb hiány kialakulását valószínűsítjük, ugyanakkor a GDP időközbeni revíziója közel 0,2 százalékponttal javította a GDP-arányos pénzforgalmi egyenleget.

A 2007-re és 2008-ra látható determinációk alapján, változatlan költségvetési politika mellett a 2006. évi alappályánkhöz képest a GDP mintegy 1,5 százalékaival növekedne az ESA-deficit 2008-ra. Ahhoz, hogy az aktuális konvergenciaprogramban szereplő 2010-es euroövezeti csatlakozás elérhető legyen, a következő két és fél évben legalább a GDP 5,7 százalékának megfelelő hiánycsökkentő intézkedést kellene hozni. (Abban az esetben, ha a jövőben az autópálya-építések fordított kiadásokat statisztikailag nem lehet elszámolni az államháztartáson kívül, akkor ennél ennyivel több intézkedésre van szükség.)

Hogyan alakultak a 2005. évi hiánymutatók?

A 2005-ös költségvetési folyamatok (fontosabb adónevekből származó bevételek, s a főbb kiadási tételek) lényegében a korábbi inflációs jelentésekben leírtaknak megfelelően alakultak. Az állami költségvetés 2005-ös pénzforgalmi szemléletű hiánya ugyan kissé mértékben elmaradt a költségvetési törvényben rögzített szinttől, de ez a jelenség egyértelműen az év végén realizált egyszeri privatizációs (Budapest Airport értékesítése) és koncessziós jellegű bevételeknek (rendkívüli MOL-befizetések) volt tulajdonítható. Az európai statisztikai

4-5. táblázat

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

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

* A MOL-részvények május havi értékesítéséből származó bevétel nélkül. A közel 240 milliárd Ft-nyi privatizációs bevétel felhasználásáról még nincs kormánydöntés. Előrejelzésünk az ún. GFS mínusz privatizációs bevétel hiánymutatóra vonatkozik.

** A módszertani kockázatokkal (Program Utak) együtt.

*** 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. Lásd erről bővebben keretes írásunkat.

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

előírásoknak megfelelő hiánymutató nyugdíjpénztári befizetésekkel korrigált 6,1, illetve a korrigálatlan 7,6 százalékos GDP-arányos szintje ugyan az év közben módosított hiánynak felelt meg, de a költségvetési törvényben eredetileg kitűzött célhoz képest 2,5, illetve 2,9 százalékos túllépést jelent.

A 2005. évi ESA-egyenleg a novemberi inflációs jelentésben adott céltartomány alsó értékén teljesült.³¹ Ez két fontosabb tényező miatt alakult így. Egyrészt a költségvetés rendkívüli bevételeinek egy részét az ESA-egyenlegben is el lehetett számolni, ami a GDP mintegy 0,1 százalékaival javította hiányt, másrészt a KSH által időközben végrehajtott GDP-revizíó és a FISIM GDP-re való áttérés egyenlegjavító hatása megközelíti a GDP 0,2 százalékát.

A 2005-ös fiskális keresleti hatást a GDP 0,9 százalékára becsüljük, amely kissé elmarad a korábban becsült 1 százaléktól. Ennek oka, hogy egyfelől az ÁPV Rt. kvázifiskális tevékenysége a vártnál kisebb volt, másfelől a 2006. áprilisi EDP-jelentés alapján a 2004-es bázisú vonatkozó becslésünk is elmozdult.

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

A 2006-ra elfogadott költségvetési törvény a magánnyugdíjpénztári befizetésekkel korrigált ESA-szemléletű államháztartási hiányra vonatkozóan a GDP 4,7 százalékának megfelelő célt tartalmaz. Az Eurostat korábbi állásfoglalása szerint a jövő tavaszi EDP-jelentésben, illetve a 2006 decemberében aktualizálandó konvergenciaprogramban már a magánnyugdíjpénztári korrekciók nélküli ESA-egyenlegre vonatkozó kormányzati célkitűzéseket kell aktualizálni (erről bővebben lásd alábbi keretes írásunkat). A nyugdíjpénztári korrekció kiesése a GDP-arányos hiányt mintegy 1,4 százalékponttal növeli. Az Eurostat állásfoglalása szerint, a Gripen-repülőgépek beszerzéséhez kötődő kiadásokat a gépek beérkezésének évében kell elszámolni az ESA-egyenlegben, ami a hiányt a GDP további 0,3 százalékaival emeli. A költségvetési törvényben meghatározott államháztartási hiány tehát a korrekciók elvégzésével együtt 6,4 százalékos hiánnyal konzisztens.

³¹ Az ESA-hiány azonban a szeptemberi notifikáció során módosulhat a 2005. évi költségvetési zárszámadás alapján; pl. a végleges önkormányzati mérlegek is csak április végére készülnek el.

4-1. keretes írás: A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele

A fiskális politika európai szintű koordinációjában felvetődött az a probléma, hogy az államháztartáshiány-adatok nem összehasonlíthatók, hiszen az országok egy része tökefedezeti nyugdíjpillért vezetett be a múltban, és az abból fakadó rövid távú bevételkieséssel korigálta az államháztartási hiány mutatóját (Dánia, illetve Lengyel- és Svédország) azzal az indoklással, hogy bár a reform rövid távon költségekkel jár, hosszú távon javítja a fiskális folyamatok fenntarthatóságát.

Az Eurostat 2004. márciusi ide vonatkozó határozata úgy rendelkezik, hogy az ESA95 szabályai szerint a második, tökefedezeti nyugdíjpillérbe befolyó járuléktömeget az államháztartási körön kívülre kell sorolni, de a 2004. szeptember 23-i Eurostat-közlemény átmenetileg, a 2007. márciusi (azaz a 2006-os évre vonatkozó) fiskális notifikációt megelőzően lehetőséget biztosított a tökefedezeti pillérbe fizetett járulékok államháztartási körön belülré való könyvelésére. E határozat adta lehetőséggel élt az eddigiekben a magyar kormány, amikor a konvergenciaprogramokban, illetve az Eurostatnak küldött fiskális adatszolgáltatás során olyan deficitszámokat közölt, amelyek nem tartalmazzák a második pillérbe fizetett járulékok egyenlegrontó hatását. Ez a gyakorlat egészen 2007 tavaszáig folytatódhat, 2007 márciusától

kezdődően azonban vissza kell térni a magán-nyugdíjpénztári szektorba befolyó járulékok államháztartáson kívülre könyveléséhez, azaz a magasabb hiánymutató publikálásához. Ettől az időponttól kezdve a korábbi évekre is visszamenőleg a nyugdíjreform-korrekcióktól megtisztított idősort kell közölni hivatalos államháztartáshiány-, illetve államadósság-adatként.

A Stabilitási és Növekedési Paktum a nyugdíjreform költségeit más elvek alapján veszi figyelembe. Az euro bevezetése szempontjából meghatározó jelentőségű túlzotthiány-eljárásnál a teljeshiány-mutatóból kell kiindulni, ugyanakkor átmenetileg figyelembe lehet venni a tökefedezeti nyugdíjpillér bevezetéséből származó bevételkiesés egy részét. A szabályozás szerint a nyugdíjreformból származó nettó bevételkiesés a bevezetéstől számított első évvel – illetve a korábban bevezetett reformok esetében 2005-tel – kezdődően 5 éven át degresszíven, 100, 80, 60, 40 és 20 százalékban vehetők figyelembe a túlzott hiány megállapításakor. (Azaz az államháztartáshiány-kritériumot 2008-ban akkor lehet teljesíteni, ha a hiány legfeljebb a nyugdíjreform költségeinek 40 százalékával haladja meg a GDP 3 százalékát.) Ez a szabályozás átmenetileg megkönnyíti az euro bevezetéséhez szükséges hiánykritérium teljesítését, ugyanakkor megköveteli a második nyugdíjpillér bevezetési költségeihez való fokozatos államháztartási alkalmazkodást.

4-6. táblázat

A 2006-ra várható ESA-egyenleg-előrejelzésünk összevetése a kormányzat ESA-hiány céljával
(a GDP százalékában)

Cél értelmezése	1. Nemzeti definíció szerinti hiánycél	4,7
	2. Magán-nyugdíjpénztári korrekció	1,4
	3. Eredeti kormányzati hiánycél (1+2)	6,1
	4. A Gripen-beszerezés elszámolása	0,3
	5. Kormányzati hiánycél Gripen-korrekcióval (3+4)*	6,4
Végrehajtási kockázat	6. A hiány feltételezhető túllépése	1,4
	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	8,9

* Hivatalos kormányzati hiánycél, a 2006 áprilisában kiküldött EDP-notifikáció alapján.

Alap-előrejelzésünkben az ESA szemléletű hiánynál a – pótlólagos kormányzati intézkedések hiányában – várható túllépést a GDP 1,4 százalékára tesszük, azaz az államháztartás ESA-szemléletű hiányára vonatkozó prognózisunk centruma a GDP 7,8 százaléka. (A 2006. évi pénzforgalmi hiány-előrejelzésünk – pótlólagos intézkedések nélkül – a kormány által előirányzott 6,9 százalékos hiányszinttel szemben 8,2 százalék körüli hiány kialakulását valószínűsíti.) A MOL-részvények értékesítéséből származó bevétel

privatizációs bevételnek minősül, amelyet az ESA-egyenlegben nem lehet elszámolni. Amennyiben a kormány a későbbiekben úgy dönt, hogy a részvények értékesítéséből származó bevételt a GFS-egyenlegben elszámolja, akkor a GFS- és az ESA-egyenlegek közötti híd változik meg ugyanazzal az összeggel, de ellenkező irányban. (A MOL-részvények értékesítéséből származó – a GFS-egyenlegben elszámolható – bevétel a GDP 1,0–1,3 százaléka közötti tartományban lehet.

Alap-előrejelzésünkbe beépített, ún. végrehajtási kockázatok (lásd a 4-6. táblázat 6. sorát) meghatározó része a központi költségvetés növekvő nettó kamatkadásához és a társadalombiztosítási, valamint önkormányzati alrendszerrek – általunk prognosztizált – nagyobb hiányához kötődik. A központi költségvetés pénzforgalmi kamategyenlege a GDP 0,3-0,4 százalékpontjával lehet magasabb, mint amit a költségvetési törvény tartalmaz. Mivel eredményszemléletben az emelkedő kamatkadások több évre szétosztva jelentkeznek, ezért az ESA-szemléletű hiányban a magasabb kamatkadás a GDP 0,1-0,2 százalékára tehető.

A társadalombiztosítási alapok előirányzatánál a korábbi túl optimista 2005. évi bázison alapuló tervezés következtében a járulékok felültervezése és egyes nyílt végű kiadási előirányzatok (elsősorban a gyógyszer és nyugdíj) túllépése várható. A zárt végű gyógyítóellátás költségvetési előirányzatának teljesíthetősége az OEP fejezeti kezelésű tartalékának igénybevételel is csak pótlólagos intézkedések meghozatala esetén lehetséges. A helyi önkormányzatoknál úgy gondoljuk, hogy az alrendszer hiánya a szokásos választási ciklusnak megfelelően alakulhat (a GDP 0,5 százaléka körül).

A költségvetési törvény a kormány ötéves adócsökkentési programjának megvalósításához kötődő adóbevétel-kiegészítés hatását³², továbbá a családtámogatási kiadások reálértéken történő növelését a beruházások visszafogásával, az intézményi és fejezeti kiadások nominális csökkentésével, valamint az önkormányzati rendszer finanszírozásának kismértékű csökkentésével ellensúlyozza. A költségvetési intézmények, valamint a fejezeti szintű kiadási előirányzatok GDP-arányos csökkentése azzal a következménnyel járhat, hogy az ez évi kiadási kötelezettségek egy részét nem fedezik a kiadási előirányzatok. Ezért, azt fel-

tételezzük, hogy a központi költségvetési előirányzatoknál az ún. fejezeti államháztartási tartalék képzése az év során nem lesz effektív, a zárt tartalékok elköltésre kerülnek. (Amennyiben erre nem kerülne sor, akkor az ún. pénzmaradvány-állomány további növekedésére lehet számítani, amely a kiadási feszültségek tovább görgetését jelentené.)

A kitűzött hiánycél értékelését nehezíti, hogy a 2005. évvel szemben idén a költségvetésen kívülre került az állami beruházások jelentős részét adó autópálya-építés költsége. Ehhez az intézkedéshez továbbra is módszertani kockázat társul, ugyanis az Eurostat utólagosan fogja megvizsgálni azt, hogy a „Program Utak” konstrukcióban épülő gyorsforgalmi utak statisztikailag elszámolhatóak-e az államháztartáson kívül (lásd 4-6. táblázat 8. és 9. sorát).³³

A pénzforgalmi szemléletű hiány (GFS) és az ESA-hiány közötti statisztikai korrekciókra külön önálló becslést nem készítettünk, hanem a Pénzügyminisztérium által levezetett korrekciókat módosítottuk az általunk készített kamategyenleg-előrejelzésből adódó eltéréssel.

A 2006. évi pénzforgalmi hiány-előrejelzés kockázatai jelentősek

A 2006-ra alapesetben várható 8,2 százalékos körüli hiányhoz aszimmetrikus kockázatok tartoznak. A magasabb hiány irányába mutató kockázatok mértéke a novemberi kockázaterőértékelésünkhöz képest lényegében nem változott. Ugyanakkor a 2006. első negyedévi költségvetési folyamatok alapján az alacsonyabb hiány irányába mutató kockázatok csökkentek, mivel az adóbevételek általában az időarányos szint alatt teljesültek, s összességében a kiadási oldalon sem láthatóak rendkívüli megtakarítások.

³² Ennek általunk becsült mértékét lásd a novemberi jelentés 58. oldalán.

³³ 2006. május 9-én a gazdasági miniszter bejelentette az autópálya-építések finanszírozásának tervezett új konstrukcióját. A jelenlegi tervek szerint az eddig állami körben finanszírozott építkezéseket a kezelési és működtetési jogokkal együtt az Állami Autópálya Kezelő Zrt. (ÁAK) venné át. Első lépésben az ÁAK mintegy 1,9 milliárd euro értékben devizaforrásokat vonna be egyrészt devizakötvény-kibocsátás, másrészt devizahitel-felvétel formájában, majd a tervek szerint fél éven belül tőkeemeléssel részleges tőzsdéi privatizáció keretében 20-40 százalékban magántőke bevonására kerülne sor. A kormány reményei szerint az így kialakított finanszírozási forma megfelel az Eurostat által állított követelményeknek és elfogadható PPP-konstrukciónak. A tervezett konstrukció pontos részleteit egyelőre nem ismerjük; ugyanakkor továbbra is bizonytalanságot látunk arra vonatkozólag, hogy az Eurostat valóban elfogadja-e az autópálya-finanszírozás új rendszerének költségvetésen kívüli elszámolását.

4-7. táblázat

2006-os előrejelzésünk bizonytalansága
(a GDP százalékában)

GFS-egyenleg alap-előrejelzése: -8,2 százalék			
Az adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezettnél magasabbak lesznek.	+0,1	Az adóbevételek elmaradnak az alap-előrejelzésben számítótól.	-0,2
A fejezeti államháztartási tartalék részben zárolható lesz.	+0,2	A kiadások visszafogását nem tudják teljeskörűen végrehajtani az intézmények.	-0,3
		A nyílt végű kiadások magasabbak lesznek az alappályához képest.	-0,2
Az önkormányzatok pénzforgalmi hiánya alacsonyabb lesz.	+0,2	Autópálya-beruházások költségeinek egy része megjelenik a hivatalos GFS-hiányban (adósságvállalás).	-0,5
		Az önkormányzatok beruházási kiadásai nagyobbak lesznek, beruházási ciklus.	-0,1
<i>Kedvező folyamatok hatása az egyenlegre</i>	+0,5	<i>Kedvezőtlen folyamatok hatása az egyenlegre</i>	-1,3
Kedvező esetben a GFS-hiány	-7,7	Kedvezőtlen esetben a GFS-hiány	-9,5

Az adóbevételi előirányzatokhoz kötődő kockázatok közül a nettó áfabevételeknél alapvetően szimmetrikus kockázatokot látunk. A társaságiadó-bevételnél a 2005. évi bázis miatt, lefelé irányuló kockázatokat látunk.

A kormányzat a kiadáscsökkentési feladatok végrehajtását intézményi hatáskörbe telepítette át, ezért a korábbiaknál nehezebben ítélt meg a kiadáscsökkentési célok végrehajthatósága. A kiadások 2006 első negyedévi teljesülése arra utal, hogy év végén ismét feszültségek alakulhatnak az intézményeknél és a fejezeti kezelésű előirányzatoknál, továbbá a gyógyszerkasszájánál és a gyógyítóellátás finanszírozásánál.

A forwardhozamgörbe alapján készített kamategyenleg-prognózisunkhoz tartozó kockázat GDP 0,1 százaléka körüli mértékben a magasabb nettó kamatkadás irányába mutat. Az alappályánkhoz tartozó előrejelzésnél alacsonyabb nettó kamatkadás csak akkor valósulna meg, ha egy év közbeni költségvetési kiigazítást hozamesés követne az állampapírcsökkentésen.

Az ismert információk további hiánynövekedést vetítenek előre 2007-re és 2008-ra

2007-re és 2008-ra még nem rendelkezünk elfogadott költségvetési törvénnyel, de már eddig is több olyan determináció látható, ami befolyásolni fogja a költségvetés jövőbeni mozgásterét. Elemzésünkben azokat a determinációkat és kockázatokat számszerűsítettük, amelyek már eddig bejelentett kormányzati intézkedések (döntések), illetve

trendszerű makrogazdasági és piaci folyamatok várható következményei. Becsléseinket az alábbi feltevések felhasználásával készítettük:

- A bejelentett adócsökkentések hatásait „Az ötéves adócsökkentési program 13 lépése” című tájékoztató anyagban szereplő intézkedések figyelembevételével számszerűsítettük, saját becsléseink alapján.
- A nyugdíjkiadásoknál a svájci index jövőbeni várható alakulására saját előrejelzést készítettünk.
- A múltbeli tapasztalatok alapján azzal a feltevéssel élünk, hogy 2007–2008-ra a családtámogatási kiadások valorizálására nem kerül sor.
- Az egyszeri bevételek kiesésénél a pénzintézetek társasági különadójának 2007. évi megszűnésével és a gázkompenzációs-alap-feltöltés GDP-arányos csökkenésével számoltunk.
- Az eredményszemléletű kamategyenleg és az MNB eredményének alakulására a hozamgörbe alapján készítettünk előrejelzést.
- Az önkormányzatok beruházási ciklusának becslésénél a múltira vonatkozó tapasztalatokat használtuk fel.
- 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.

4-8. táblázat

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

(a GDP százalékában)

	2007	2008
Bejelentett adócsökkentési program hatása	-1,2	-0,7
EU-kapcsolatok és vámok	0,0	+0,1
Átmeneti bevételek kiesése	-0,2	0,0
Nyugdíj- és gyógyszerkiadások	+0,1	+0,1
Családtámogatási kiadások	+0,1	0,0
Egyéb addicionális kiadások (Gripen)	-0,1	+0,2
Önkormányzatok beruházási ciklusa	+0,2	+0,1
Kamat egyenleg és MNB eredmény változása	-0,1	-0,1
Determinációk összesen*	-1,2	-0,3

*A negatív szám az egyenleg romlását (a hiány növekedését) jelzi az előző évi szinthez képest.

A most ismert determinációk hatására, becsléseink alapján, a 2007-es ESA-hiány a GDP további 1,2 százalékkal lenne magasabb, mint az előző évi ESA-deficit. A meghirdetett kormányzati intézkedések (adócsökkentés) a 2007. évi hiányt jelentősen növelnék, és ezt a hatást az egyéb folyamatok nem lesznek képesek ellensúlyozni.

2008-ra a már eddig megismert kormányzati intézkedések, illetve lépések hatása lényegesen kisebb, a GDP 0,5 százaléka. Ezt azonban ellensúlyozza, hogy 2008-ban kikerül

a hiányból a Gripen repülőgépek beszerzése, ami 0,2 százalékponttal mérsékli a hiányt.

A következő két évre adódó determinációk együttes hatására a GDP 9 százaléka körüli értékre növekedne 2008-ra az ESA szerinti hiány szintje. A 2010-es euroövezeti csatlakozás biztosításához így mintegy 5,7 százalékos olyan költségvetési kiigazítást kellene végrehajtani, hogy a 2008-ra az euro bevezetéséhez szükséges szintre lehessen lecsorítani az ESA-deficitet.³⁴

³⁴ A tőkefedezeti nyugdíjrendszert bevezető országoknak a Stabilitási és Növekedési Paktum hiánykritériumának teljesítésénél figyelembe lehet venni a nyugdíjreform költségeinek egy részét is. Ez a rész az elkövetkező években folyamatosan csökken, 2008-ban a teljes költség 40 százalékát lehet figyelembe venni. Azaz Magyarországnak nem a 3, hanem körülbelül 3,6 százalékos referenciaérték alá kell szorítani 2008-ra a hiányt.

4.3. Külső egyensúly alakulása

2005-ben a hivatalos adatok szerint a folyó fizetési és tökélmérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény számottevően, a GDP arányában közel 2 százalékponttal 6,5 százalékra mérséklődött. Ugyan a külső egyensúlytalanság hivatalos statisztikákban megjelenő mérséklődésében a módszertani bizonytalanság növekedése is szerepet játszhatott, 2005-ben a fundamentális folyamatok is összességében a külső finanszírozási igény csökkenése irányába hatottak.

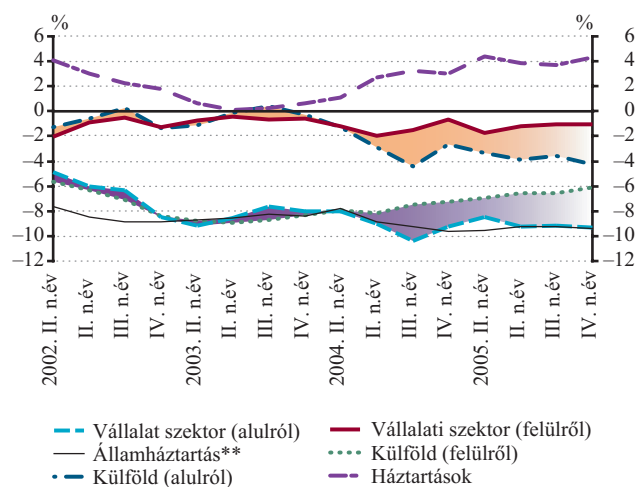
A külső finanszírozási szükséglet fundamentális tényezőkre visszavezethető mérséklődése a magánszektor megtakarítási hajlandóságának növekedéséből fakadt: a tovább lazuló fiskális politika következtében a szélesebb értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye 2005-ben tovább emelkedett és elérte a GDP 9,4 százalékát. A háztartások pénzügyi megtakarításainak emelkedése ugyanakkor több mint ellensúlyozta az államháztartás finanszírozási igényének növekedését. A szektor GDP-arányos finanszírozási képessége részben tartós, részben átmeneti tényezők hatására a 2004. évi 2,5 százalékos szintről 4,2 százalékra emelkedett. Tartós és fundamentális változásnak tekinthető, hogy mérséklődött a fogyasztási hajlandóság és GDP-arányosan csökkentek a lakossági beruházások. Ugyanakkor a IV. negyedévben több egyszeri jövedelem³⁵ is növelte a háztartások pénzügyi megtakarításait. A vállalati szektor esetében a külső konjunktúra kedvező alakulása a jövedelmezőség javulása irányába mutat, azonban a továbbra is kedvező konjunkturális kilátások hatására gyorsan növekedtek a szektor állóeszköz-felhalmozási kiadásai. Így összességében a szektor finanszírozási szüksége legfeljebb kismértékben csökkenhetett.

2005-ben a finanszírozási folyamatok becslésünk szerint a külső finanszírozási igény 1 százalékpont körüli mérséklődését indokolják. A fizetésimérleg-statisztika által jelzett, közel 2 százalékpontos külső egyensúlyjavulásban ezért vélhetően továbbra is szerepet játszottak a külkereskedelmi hiány alakulásával kapcsolatos módszertani bizonytalanságok (részletesen lásd 2005. augusztusi és novemberi inflációs jelentés keretes írásait). A külső egyensúlyt leíró statisztikák ellentmondásosságát jelzi, hogy a fizetésimérleg-statisztikában a tévedések és kihagyások értéke 2005-

ben a GDP 2,6 százalékára emelkedett. Így a pénzügyi mérlegben megjelenő, a külső finanszírozási igény és a tévedések és kihagyások összegének megfelelő, „alulról számított” külső finanszírozási szükséglet mintegy 1 százalékponttal mérséklődött 2004-hez képest és a GDP 9,1 százalékát tette ki.

4-4. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása*
(szezonálisan igazított adatok, a GDP százalékában)



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

** 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 folyó fizetésimérleg-hiányra és a külső finanszírozási igényre vonatkozó előrejelzésünk módszertana változik: korábban a külkereskedelmi hiánnyal kapcsolatos módszertani kockázatok miatt arra számítottunk, hogy a bizonytalanság az előrejelzési horizonton mérséklődik, azaz az eredmény szemléletű külkereskedelmi hiány közeledik a finanszírozási folyamatokkal jobban összhangban lévő pénzforgalmi külkereskedelmi hiányhoz, ami a külső finanszírozási igény növekedése irányába hat. Jelenlegi előrejelzésünkben csak az általunk várt fundamentális folyamatok hatását érvényesítjük.

³⁵ Egyszeri jövedelemnövelő tételt jelentett a 13. havi nyugdíj másfél heti összege, valamint az indexáláshoz köthető visszamenőleges nyugdíjemelés (összesen 80 milliárd forint); a decemberben kifizetett EU-s területalapú agrártámogatás (30 milliárd forintos hatás); valamint ugyancsak jövedelemnövelő hatást gyakorolt, hogy a háztartási szektor dolgozói részvényjuttatási program keretében közel 50 milliárd forintnyi részvényhez jutottak igen kedvezményesen.

4-9. táblázat

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

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

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

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

2006-ban előrejelzésünk szerint folytatódik a költségvetési expanzió, és a széles értelemben vett államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye a Gripen vadászgépek 0,3 százalékos hiánynövelő hatását is figyelembe véve 10 százalék fölé emelkedhet. A lakosság jövedelemarányos fogyasztása 2005-ben visszatért az állami lakástámogatás bevezetése előtt jellemző szintre. Ezért prognózisunk szerint a lakosság nettó finanszírozási képessége a 4,5 százalékra gyorsuló reáljövedelem-bővülés ellenére nem nő érdemben. Mivel az élénk külső konjunktúra miatt a vállalati beruházások esetében továbbra is dinamikus bővülésre számítunk, a magánszektor nettó finanszírozási pozíciója a

2005-ös szint körül alakulhat. A fundamentális tényezők tehát a külső egyensúlytalanság növekedése irányában hatnak, a külső finanszírozási igény becslésünk szerint 0,6 százalékponttal emelkedhet.

2007–2008-ban változatlanul kedvező külső finanszírozási környezetet és az államháztartás finanszírozási igényének lassú mérséklődését feltételezve a külső finanszírozási igény enyhén csökkenhet. A külső egyensúlytalanság érdemi és tartós javulásának feltételeit azonban csak a hiteles költségvetési konszolidáció teremtheti meg.

4-10. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete*

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

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

*A prognózis 2006–2007-ben tartalmazza a honvédség Gripen repülőgép-bérletének elszámolása miatt keletkező, a GDP mintegy 0,3 százalékának megfelelő importot. **2004–2008, időszakban 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 2006-ban a cserearány számottevő romlása és a Gripen-bérllet átmeneti hiánynövelő hatása következtében számottevően emelkedhet. A jövedelem egyenleg GDP-arányos hiánya az adósság és a forinthozamok növekedése és a devizafinanszírozás növekvő súlyának együttes hatására enyhén növekedhet. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos hiánya összességében 1 százalékponttal emelkedhet 2005-höz képest, ami 7,4 milliárd eurós hiánynak felel meg. 2007–2008-ban a jövedelem és transzferegyenleg GDP-arányos értéke szinten maradhat, a reálgazdasági egyenleg pedig 2008-ban elsősorban a Gripen vadászgépek hiánynövelő hatásának megszűnése következtében javulhat. A folyó fizetési mérleg hiánya 2007–2008-ban 7,7-8 milliárd euro körül alakulhat.

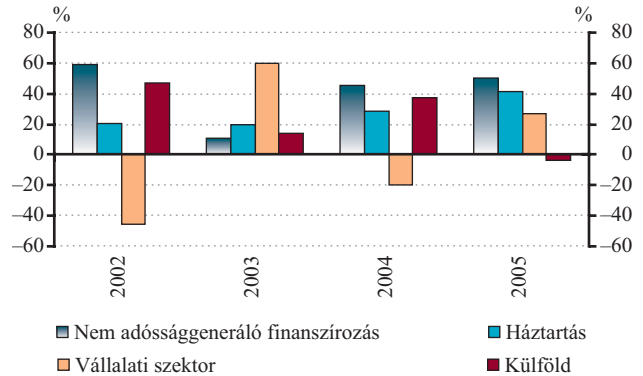
A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

A külső egyensúlytalanság enyhe mérséklődése mellett 2005-ben számottevően emelkedett a nem adóssággeneráló tőkebeáramlás GDP-arányos értéke. Ebben azonban meghatározó szerepet játszottak az elsősorban a BA Rt. értékesítéséből eredő közel 2 milliárd eurót kitevő privatisációs bevételek. A magánszektor által bevont nettó közvetlentőke- és portfólió részvénybefektetések értéke mérséklődött 2004-hez képest.

Az adóssággeneráló külső finanszírozáson belül emelkedett a devizában denominált tételek aránya, azaz a külső finanszírozásból fakadó árfolyamkockázatot növekvő mértékben a hazai gazdasági szereplők viselik. 2005-ben számottevően mérséklődött a külföldiek állampapír és jelzáloglevél vásárlása, valamint forintbetét-elhelyezése,

4-5. ábra

A külső finanszírozás szerkezete: nem adóssággeneráló tőkebeáramlás és az egyes szektorok által felvállalt teljes devizakockázat a teljes külső finanszírozási szükséglet százalékában*



Forrás: MNB-becslés.

* A szektorok devizapozíció-változásának becslésekor figyelembe vettük a derivatív pozíciókat is. A teljes külső finanszírozási szükséglet a nettó külső finanszírozási igény és a fizetési mérleg tévedések és kihagyások tételei összegének felel meg.

miközben növekedett a hitelintézetek és a vállalati szektor külföldről történő adósságjellegű forrásbevonása. A külföldiek forint elleni derivatív pozíciójának növekedését is figyelembe véve a szektor teljes forintkitettsége éves szinten mérséklődött, így a külső finanszírozásból fakadó árfolyamkockázatot teljes egészében a hazai gazdasági szereplők, elsősorban a háztartások és a vállalatok viselték. A lakosság devizaárfolyam-kitettsége 3,3 milliárd euróval emelkedett, így a teljes külső finanszírozási szükséglet által teremtett devizakereslet 40 százalékát a háztartások biztosították.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2006

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

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

2003. május

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

2003. augusztus

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

2003. november

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

2004. február

A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84

2004. május

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

2004. augusztus*

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

2004. november*

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

2005. február*

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

2005. május*

Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének háttérében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99

2005. augusztus

Keretes írások:

Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya 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

Aktuális kérdések:

A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64

2005. november

Keretes írások:

A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revizíó: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50

2006. május

Keretes írások:

A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevéseink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	51

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

Jelentés az infláció alakulásáról
2006. május

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

