



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2007. NOVEMBER

Jelentés az infláció alakulásáról

2007. november



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljesszűrtően 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 elemzések és kutatás területén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági elemzések és kutatás terület 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 elemzések és kutatás, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a közgazdasági elemzések helyettes vezetője irányította, Gyenes Zoltán, Kiss Gergely és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Bauer Péter, Benk Szilárd, Eppich Győző, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Hoffmann Mihály, Horváth Áron, Kaponya Éva, Kiss Gergely, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Munkácsi Zsuzsa, Peresztegi Márton, Schindler István, Szegedi Róbert, Szemere Róbert, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában részt vettek a Közgazdasági elemzések és kutatás és a Pénzügyi elemzések és Pénzügyi stabilitás szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2007. november 5-i és november 26-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Közgazdasági elemzések és kutatás, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
Az alappálya összefoglaló táblázata	9
1. Az infláció és meghatározó tényezői	11
1.1. Reálgazdasági konjunktúra	13
1.2. Munkapiac	20
1.3. Az infláció alakulása	24
2. Pénzügyi piacok	31
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	39
3.1. Az alappálya	41
3.2. Kockázatok az alappálya körül	48
3.3. Háttér-információk előrejelzésünkhöz	50
4. Államháztartási és külső egyensúly	53
4.1. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	55
4.2. Külső egyensúly alakulása	60
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2007	63
Függelék	68

Összefoglaló

Novemberi jelentésünk a korábbiaknál lassabb dezinflációt prognosztizál, 2009-ben cél körül lehet a fogyasztóiár-index

Az elmúlt egy évben tapasztalt kedvezőtlen költségsokkok várhatóan nem okoznak tartós inflációs nyomást, mert a gazdaság jóval a kapacitások alatt bővül majd

A korábbi várakozásunknál lassabb élénkülés a gazdasági növekedésben

Az alappálya körüli kockázatok az inflációnál felfelé, a növekedés esetében lefelé mutatnak

Novemberi prognózisunk szerint – az októberi havi átlagos monetáris kondíciók tartós fennmaradása esetén (250,8 forintos euroárfolyam és a 7,5%-os alapkamatszint) – 2008-ban 5%, míg 2009-ben 3% körüli infláció alakulhat ki. Ezzel egyidejűleg a gazdaság növekedési üteme idén 2% alatt maradhat, majd 2009-re is csak fokozatosan gyorsul 3% fölé.

2006 nyara óta a magyar gazdaságot folyamatos költségsokkok érték. Kezdetben a költségvetési kiigazításhoz kapcsolódó adó-, járulék- és szabályozottár-emelések növelték, majd 2007 nyarától a nyersélelmiszer-árak jelentős növekedése emeli a fogyasztóiár-indexet. Előrejelzésünk alappályájában azzal számolunk, hogy az elmúlt időszak költségsokkjai következtében nem alakul ki tartós inflációs nyomás. Ennek elsődleges oka, hogy várakozásaink szerint a gazdaság a teljes előrejelzési horizonton a kapacitások alatt bővül majd. Egy ilyen környezetben a költségek emelkedését a vállalati szektor csak visszafogott mértékben képes áthárítani a végső fogyasztói árakra. Ez azt jelenti, hogy az elmúlt időszakban kialakult profitvesztésüket csak részben, a bérdinamika mérséklésével és a foglalkoztatottság enyhe csökkenésével képes korrigálni.

Az augusztusi prognózisunkhoz képest azonban lassabb dezinflációra számítunk. Ennek egyik oka, hogy a – határidős tőzsdei árak és nemzetközi előrejelzések alapján – tartósabbnak véljük a nyersélelmiszer-árak emelkedését. Másrészt a bérek alkalmazkodását is elnyújtottabbnak látjuk a korábbiaknál. Augusztushoz képest lassabb dezinflációt indokol a termelői energiaárak korábbiaknál erőteljesebb emelkedése is.

Az elmúlt hónapok adatai a gazdaság növekedési kilátásait kedvezőtlenebb irányba befolyásolták. Bár a kormányzati kiigazítás belföldi keresletcsökkentő hatása előretekintve egyre kisebb szerepet játszhat a gazdasági folyamatokban, egyelőre nem látunk markáns fordulópontot utaló jeleket a konjunkturális adatokban. Hosszabb távon a külső konjunkturális környezet kedvezőtlenebb alakulása korlátozhatja a felívelés ütemét.

Inflációs alap-előrejelzésünk jelentős bizonytalanság mellett érvényes. Az alappályánál magasabb infláció irányába mutathat, ha az elmúlt egy éve tartó költségsokkok az inflációs várakozások tartós emelkedését okozzák. Emellett lehetséges, hogy a vállalati szektor az elmúlt időszakban bekövetkezett profitromlását az árak emelésén keresztül nagyobb arányban képes korrigálni. Ez a forgatókönyv különösen akkor elképzelhető, ha a gazdasági kapacitások az elmúlt néhány évben már lassabban bővültek, mint azt az alappályában feltételezzük, s így a jelenlegi gazdasági lassulás a vártnál kisebb kibocsátási rést okoz.

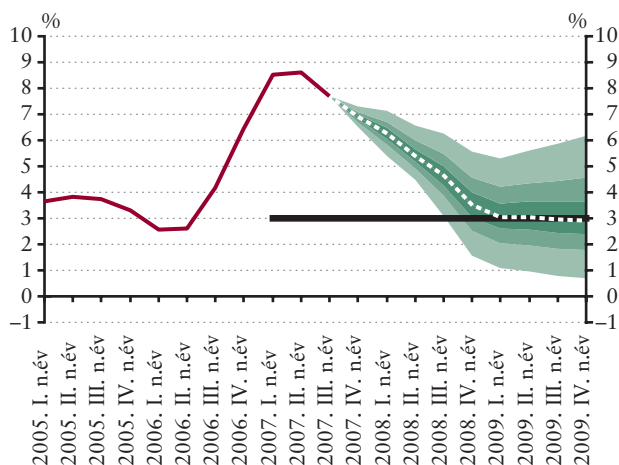
Az alappályánál alacsonyabb inflációt okozhat ugyanakkor, ha a jelzálogpiaci válság másodlagos hatásai miatt a vártnál erőteljesebben mérséklődik az európai konjunktúra, és erőteljesen csökkenő trendbe fordulnak a világgazdasági nyersanyagárak. Ebben az esetben a magyar gazdasági növekedés üteme is jelentős mértékben elmaradhat az alappályában feltételezettől.

Összességében az inflációban felfelé, míg a gazdasági növekedés ütemét illetően lefelé mutató kockázatokat érzékelünk az alappályához képest.

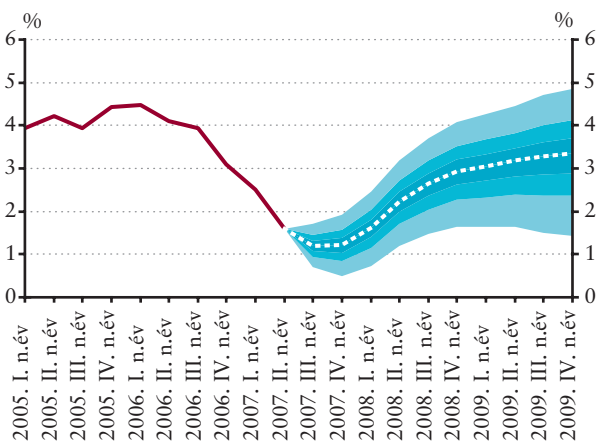
2007–2008-ra teljesülhet a konvergencia programban vállalt hiánycsökkenés, 2009-re azonban ehhez további kormányzati intézkedésekre lehet szükség

Az államháztartás eredményszámléletű hiánya 2007-ben és 2008-ban alacsonyabb lehet a 2006-os magyar konvergenciaprogramban szereplő hiányszíntnél. Alap-előrejelzésünk és az ahhoz tartozó, a magasabb hiányszint irányába mutató aszimmetrikus kockázat eloszlás alapján viszont a 2009-re vállalt hiány-cél biztonságos teljesítéséhez további intézkedések válhatnak szükségessé.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Az alappálya összefoglaló táblázata

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

	2005	2006	2007	2008	2009
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,2	2,4	6,0	4,6	3,1
Fogyasztóiár-index	3,6	3,9	7,9	5,0	3,0
Gazdasági növekedés*					
Külső kereslet (GDP alapon)	2,1	3,9	3,4	2,9	2,9
Fiskális keresleti hatás ²	-0,9	2,6	-3,6	-0,8	-0,1
Lakossági fogyasztás	3,7	1,9	-2,1	0,4	1,6
Állóeszköz-felhalmozás	5,3	-2,1	1,7	4,2	5,5
Belföldi felhasználás***	1,4	0,4	0,0	1,2	3,0
Export	11,5	17,9	15,1	11,6	10,3
Import ^{3,***}	6,9	12,4	13,1	10,3	10,2
GDP	4,1 (4,3)**	3,9 (4,0)**	1,6	2,4	3,2
Folyó fizetési mérleg hiánya^{3,***}					
A GDP százalékában	6,8	6,5	5,5	5,3	5,2
Milliárd euróban	6,0	5,8	5,7	5,9	6,1
Külső finanszírozási igény^{3,***}					
A GDP százalékában	6,0	5,7	4,3	3,3	2,8
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,8	8,2	8,4	6,5	5,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,0	0,7	0,4	-0,1	-0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	6,9	9,4	9,7	7,7	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,3	0,9	1,1	0,0	-0,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	2,8	4,7	7,0	4,4	3,0
Lakossági reáljövedelem	3,6****	-1,5****	-3,0	2,1	2,4

¹ Az általunk előrejelzett mutatók technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. ² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. ³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló importszám és a folyó fizetési mérleg hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint, módszertani váltás miatt az adatok azonban nem közvetlenül összehasonlíthatóak a korábban közöltekkel. ⁶ A fehéredés hatását is tartalmazó, eredeti KSH-adatok szerint. ⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Elemzéseink, előrejelzéseink a KSH szeptember 7-i részletes GDP-gyorstájékoztatójának negyedéves adatain alapulnak. Az összefoglaló táblázatban a tényidőszaki volumenváltozásokat is ezen kiadvány adatainak megfelelően tüntettük fel. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az azóta publikálásra került Bruttó hazai termék 2006. évi II. előzetes adata néhány részaggregátum esetében eltér az ezen táblázatban bemutatott értékektől. Ez utóbbiakra azonban nem rendelkezünk negyedéves idősorokkal, így nem tudtuk felhasználni a prognóziskészítés során.

** Zárójelben a munkanaphatással korrigált adatok szerepelnek.

*** Előrejelzésünk tartalmazza a 2007-re a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

**** MNB-beclés.

1. Az infláció és meghatározó tényezői





1.1. Reálgazdasági konjunktúra

Historikusan alacsony gazdasági növekedés, bizonytalan alsó fordulópont

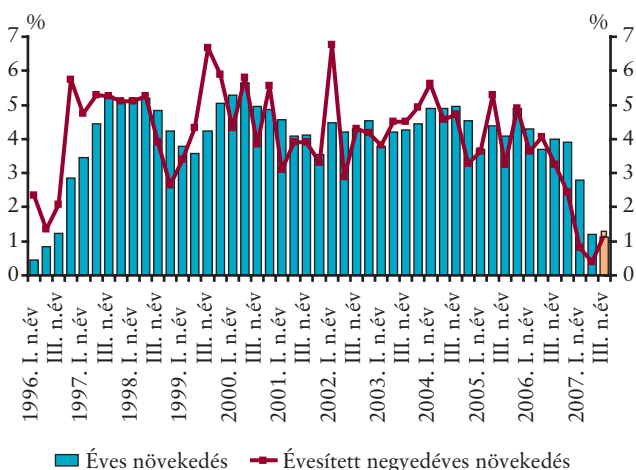
2007 első felében erőteljesen lassuló dinamika jellemezte a magyar gazdaságot. Az év második negyedében – a szezonálisan és naptári hatással kiigazított – növekedés 1,6 százalékos volt, ami az év első hat hónapjára összességében 2,1 százalékos bővülést eredményezett az év azonos időszakához képest.¹ A harmadik negyedév előzetes adata alapján² a hazai konjunktúra növekedése tovább mérséklődött, bár az elmúlt év eleje óta tartó lassulás megtörni látszik, mivel a negyedéves növekedés másfél év óta első alkalommal múlta felül az előző negyedév értékét. A bekövetkezett fordulat összhangban áll a belföldi kereslet néhány nagyobb súlyú komponensének (fogyasztás, beruházás) az elmúlt hónapokban megfigyelt, visszafogott trendváltásával.

A kedvező nemzetközi környezet ellenére a növekedés trendje 2005 óta folyamatosan lassul, és az év második negyedében a 1995-ös egyensúlyjavító intézkedések óta nem tapasztalt alacsony szintre süllyedt.

1-1. ábra

A GDP éves és évesített negyedéves növekedési üteme

(szezónálisan igazított adatokból számított növekedés)



Megj.: A 2007 harmadik negyedévi adat a KSH előzetes adata alapján.

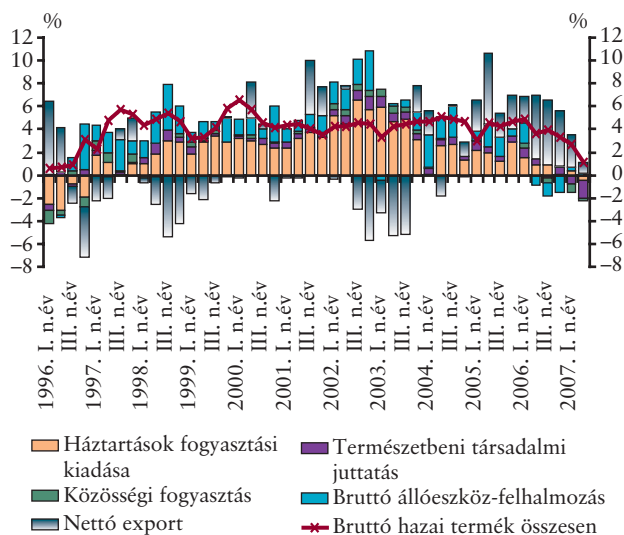
A növekedés összetételét továbbra is eltérő külső és belső konjunkturális folyamatok jellemzik. Az élénk külső konjunktúra az export gyors bővülésén keresztül kedvezően befolyá-

solja hazánk növekedési lehetőségeit, míg a gazdaság mérséklődő növekedésének fő oka változatlanul a belföldi kereslet lassulása. Ez utóbbi az állami intézkedések közvetlen – az állami fogyasztás, természetbeni társadalmi juttatások és állami beruházás visszaesésében jelentkező – és közvetett növekedést mérséklő hatásának következménye. A fiskális egyensúlyjavító intézkedések közvetett – a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét mérséklő – hatásainak részeként csökkent a lakosság fogyasztási és beruházási kereslete, míg az idei évben romló belföldi értékesítési kilátások, együttesen a vállalatok adó- és járulékterheinek megemelkedésével a jellemzően belföldre termelő és szolgáltatóágazatok beruházásait is visszavetette.

1-2. ábra

A GDP főbb felhasználási oldali tételeinek hozzájárulása a GDP éves növekedéséhez

(szezónálisan igazított adatokból számítva)



Megj.: Az eltérést a nem ábrázolt „készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás” tétel GDP-növekedéshez való hozzájárulása, illetve a láncindexálás használatának hatása okozza.

A kormányzati intézkedések eltérő szektorális hatásai a termelési oldalon is megfigyelhetők. Az állami szektor visszaesése a termelésben és a hozzáadott értékben is meghatározó volt. Az állami szféra szolgáltatásai az egyensúlyjavító intézkedések közvetlen következményeképp csökkentek. Emellett azonban a magánszféra hozzáadott értékének bővülése 3% alá süllyedt. A legnagyobb visszaesést a piaci ágazatokban az építőipar és a mezőgazdaság mutatta. Az építőipar gyenge tel-

¹ A gazdaság bővülése a nyers adatok szerint a második negyedévben 1,2 százalékos, míg az év első felében 1,9 százalékos tette ki az előző év azonos időszakához képest.

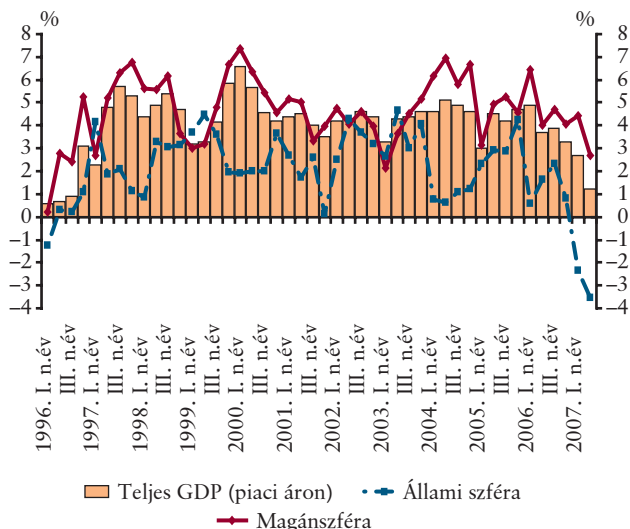
² A KSH előzetes GDP-növekedési adata alapján a gazdaság szezonálisan és naptári hatással kiigazítva 1,2 százalékkal bővült – míg a nyers adat szerint 1,0 százalékkal. A KSH előzetes adatközlésének megbízhatósági hibahatára ± 0,2 százalék.

jesítménye is jórészt az állami aktivitás mérséklődésének, az- az mérséklődő infrastrukturális építkezéseknek köszönhető, de jelentősen visszaesett az épületek építése is.³ A mezőgazdaság teljesítménye pedig a kedvezőtlen időjárási körülmények miatt esett jelentősen vissza. Mindkét szektor kis súlya ellenére érdemben csökkentette a gazdasági növekedés dinamikáját. Emellett a piaci szolgáltatások hozzáadott értékét enyhén csökkenő dinamika jellemezte, ami összhangban áll a fiskális egyensúlyjavító intézkedések következtében mérséklődő reáljüvedelmek belföldi keresletet visszafogó hatásával. A kedvezőtlen tendenciákat csak az élénk külső konjunktúra következtében dinamikusabban bővülő feldolgozóipar tudta részben ellensúlyozni.

1-3. ábra

A piaci és az állami szféra hozzáadott értékének alakulása

(szézonálisan igazított adatokból számított éves növekedés)



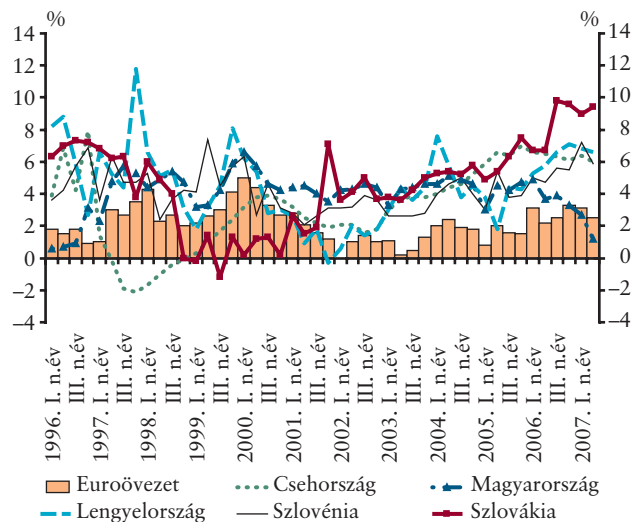
Megj.: Az állami szférát a főként az állami szférához kötődő szolgáltatásokkal (közigazgatás, oktatás, egészségügyi, szociális ellátás és egyéb közösségi, személyi szolgáltatás) közelítettük.

A hazai gazdasági bővülés érdemben elmarad régiós versenytársainkétól, és 2006 vége óta az euroövezet növekedését is alulmúlja. Az euroövezet bővülésével szemben a múltban megfigyelt átlagosan 2 százalékpontos növekedési többletünk a második negyedévben már több mint 1 százalékpontos negatívumra módosult. A nemzetközi összevetésben kedvezőtlen teljesítmény jórészt a belső konjunktúra eltérő dinamikájával magyarázható. Míg Magyarországon a belföldi felhasználás – jórészt a költségvetési kiigazítás eredményeként – visszaesett, a többi országban GDP feletti vagy ahhoz hasonló mértékű növekedést mutatott.

1-4. ábra

Gazdasági növekedés Kelet-Közép-Európa és az euroövezet országaiban

(éves növekedés)



1-1. keretes írás: Lejtmenetben az építőipar

Az építőiparban már másfél éve csökken a hozzáadott érték, ezáltal – viszonylag kicsi, 4-5%-os GDP-arányos súlya ellenére – átlagosan negyed százalékponttal csökkentette a GDP növekedési ütemét 2006 eleje óta. Ezért érdemes megvizsgálni, milyen tényezők állnak az építőipar igen gyenge teljesítménye mögött, és mennyire tekinthető tartósnak az ágazat visszaesése.

Több, keresleti és kínalmi tényező együttesen érintette kedvezőtlenül az építőipart, melyek háttérben főként a fiskális kiigazítás, illetve az azt megelőző, erőteljes állami költelekezés áll. A legközvetlenebb nega-

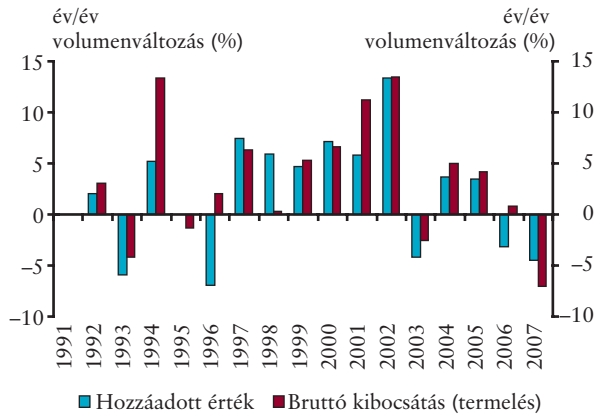
tív hatása az állami beruházások visszafogásának volt, amely elsősorban az építőipari kibocsátás felét kitevő infrastrukturális építkezések (utak, hidak stb.) elmaradását eredményezte: ezek volumene 2007 első 8 hónapjában 12,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A kereslet alakulását 2006 eleje óta egyre inkább a termelést korlátozó tényezőként említik az ágazat vállalatai, míg az építőanyag és a termelőeszközök hiányát a korábbiaknál sokkal kevésbé értékelik problémának.⁴ Egy másik, kisebb mértékű negatív keresleti hatás származott a lakosság korábban lendületes, az állami lakástámogatási rendszer által is fűtött ingatlanvásárlási kedvének lanyhulásából.

³ Erről részletesen lásd az 1-1. keretes írást.

⁴ Forrás: a GKI és az Európai Bizottság havi felmérése.

1-5. ábra

Az építőipari termelés és hozzáadott érték alakulása



Megj.: 2007-ben a hozzáadott érték esetében az első két negyedév előző év azonos időszakához képesti volumenváltozását ábrázoltuk. A bruttó kibocsátást 2007-ben a termelés első 8 havi, az előző év azonos időszakához képesti volumenváltozásával közelítettük.

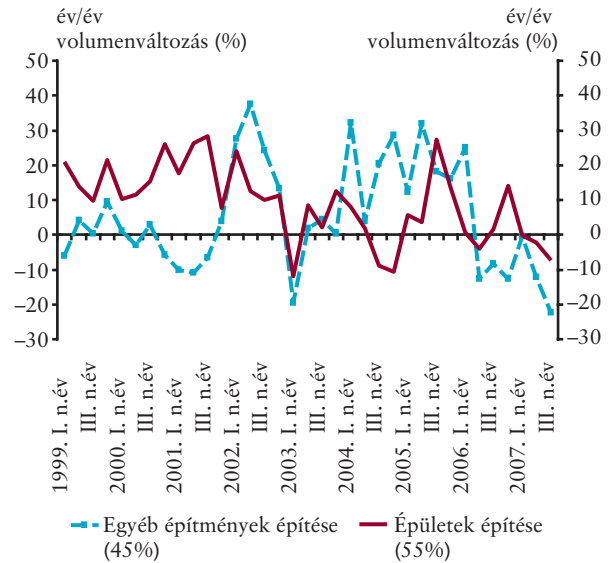
Ezt az átadott új lakások számának 2005 eleje óta tartó csökkenése jól tükrözi, és közvetve ugyancsak hozzájárulhattak fiskális intézkedések, nevezetesen a korábban igen bőkezű lakástámogatási rendszer 2004-ben történt szigorítása.

Kínálati oldalról, az építőipari cégek működési lehetőségei és költségei szempontjából a gazdaság fehéritését célzó hatósági intézkedések különösen rosszul érintethették az építőipart. Ennek előzménye, hogy az ágazatban eleve kedvezőtlen struktúra alakult ki: egyrészt anekdotikus információk és a bérstatisztikai adatok tanúsága szerint⁵ igen kiterjedt volt a szürkegazdaság aránya, ezért a szigorodó ellenőrzések más ágazatokhoz képest erőteljesebb „fehéredést” okozhattak, amely költség-növekedést eredményezett.⁶ Másrészt a piac túlkínálatos jellege már eleve alacsony profitokat és fizetési nehézségeket eredményezett. A kedvezőtlen hatások tükröződnek az ágazat magas csődrátájában valamint bizalmi indexének historikus mélypontjában is.

Előretekintve a negatív keresleti hatás egy része az EU által társfinanszírozott infrastrukturális beruházások felfutása révén várhatóan megszűnik. Figyelembe véve azonban a kínálati jellegű problémákat is, összességében egy lassú, elnyújtott felívelést valószínűsítünk. Lendületes korrekcióra rövid távon már csak azért sem számíthatunk, mert a szektor üzleti bizalmi indexe történelmileg alacsony szintjéről csak enyhén ja-

1-6. ábra

Az építőipari termelés összetevőinek alakulása

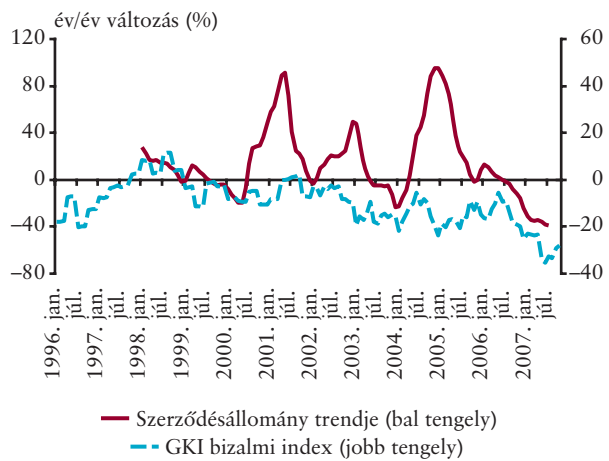


Megj.: Zárójelben feltüntettük az összetevők termelésen belüli súlyát. 2007. III. negyedévére a negyedév első két hónapja alapján készült becslés.

val, valamint az éven belül viszonylag jó előrejelzőnek bizonyuló építőipari szerződésállományok továbbra is erőteljesen csökkennek.

1-7. ábra

Az építőipar szerződésállományának és bizalmi indexének alakulása



⁵ Lásd: Eppich Győző–Lőrincz Szabolcs: Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére, MNB-tanulmányok 66., 2007. október.

⁶ Az ágazat foglalkoztatottsági adatai ellentmondásosak: a KSH csak 5 fő feletti vállalatokra vonatkozó, vállalati felméréseken alapuló intézményi statisztikája erőteljes csökkenést, míg a lakossági megkérdezésen alapuló munkaügyi felmérés (LFS) enyhe emelkedést mutat. Az iparág igen kedvezőtlen konjunkturális helyzetével azonban inkább a létszám-leépítés áll összhangban.

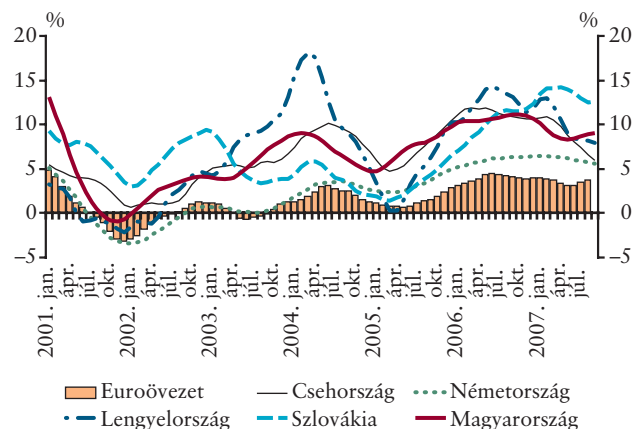
Újra gyorsulás az exportértékesítésekben

Az ipari kibocsátás trendjének az elmúlt év végén és az idei év elején megfigyelhető lassulása a második negyedévtől már nem folytatódott tovább, az ipari termelés az idei év közepén újból erőre kapott. Ennek legfőbb oka, hogy az exportértékesítések jelentősen megemelkedtek, élénkítve a hazai feldolgozóipari termelést. A folyamat összhangban áll az euroövezeti ipari konjunktúra elmúlt hónapokban tapasztalt felívelésével, ami a régió országainak ipari termelésében is változatlanul magas növekedési ütemet eredményezett.

1-8. ábra

Az ipari termelés trendjének alakulása hazánkban, Kelet-Közép-Európa országaiban és az euroövezetben

(előző év azonos időszakához viszonyított növekedési ütemek)



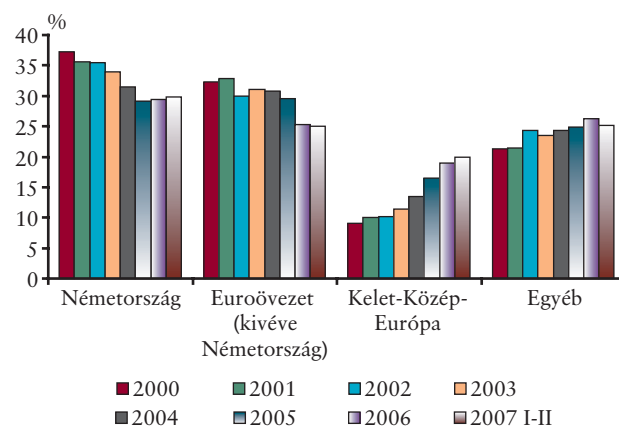
Megj.: A nemzetközi adatok forrása az Eurostat.

Az exportértékesítések növekedését a kedvezőbbé váló euroövezeti konjunktúra mellett a magyar export szerkezetében az elmúlt években megfigyelt változások is pozitívan befolyásolták. Ennek eredményeképpen a nagyobb növekedést felmutató kelet-közép-európai, illetve Európán kívüli – jellemzően fejlődő – országok részaránya fokozatosan emelkedett, az euroövezetbe irányuló értékesítések terhére.

Az exportértékesítések felívelő dinamikája a külkereskedelmi forgalom alakulásában is megfigyelhető. Az év eleji lassulást követően az utóbbi hónapokban az áruelexport ismét dinamikus emelkedik.⁷ Bár ez a bővülés döntően a kedvező külső konjunktúrának köszönhető, a javuló exportértékesítési folyamatokhoz az intervenciós kukoricakészletek kivitele is hozzájárult. Az éves növekedési ütem kb. 1 százalékponttal lett magasabb 2006 novembere óta a kukoricaexportnak köszönhetően. Azonban 2007 áprilisa óta a kukoricaexport havi növekedésre gyakorolt hatása már elenyésző, míg az éves

1-9. ábra

A magyar áruelexport országbontásban 2000-től 2007 I-II. negyedévéig



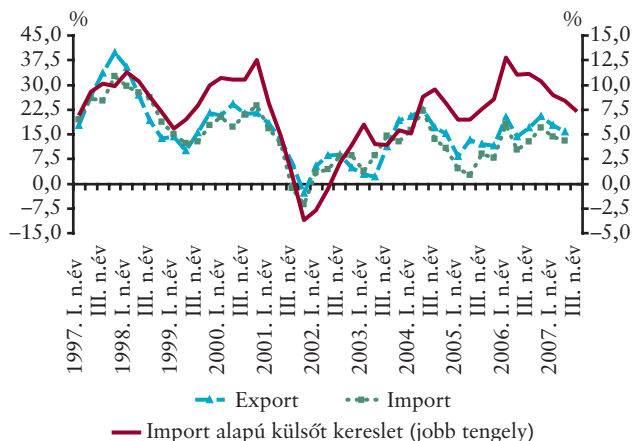
Megj.: Az áruelexport szerkezetét leíró részarányokat a KSH által publikált kumulatív áruelexport adatokból számoltuk.

indexeknél továbbra is számottevő. Az intervenció hatása az áruforgalmi egyenleg alakulásában még erőteljesebb, 2006 vége óta a kukoricaegyenleg átlagosan az áruforgalmi egyenleg-javulás közel felét okozta.

1-10. ábra

Az áruforgalmi export és import, illetve az import alapú külső kereslet alakulása

(trendekből számított éves növekedés)



Megj.: MNB-becslés. Főbb exportpartnereink súlyozott importja.

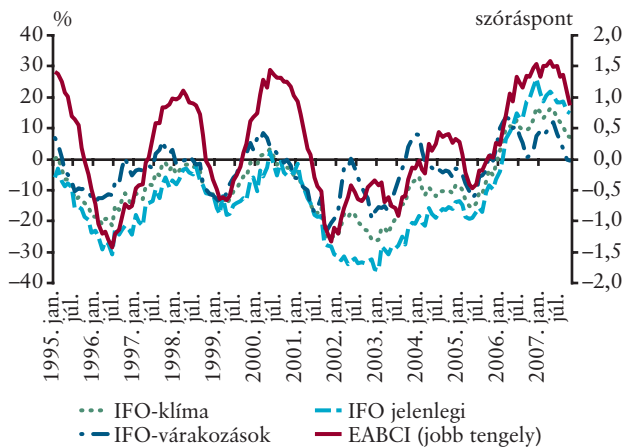
Az exportra termelő ágazatok növekedési kilátásait illetően ugyanakkor középtávon az aktuálisnál kedvezőtlenebb folyamatok körvonalazódnak. Ennek egyik jele, hogy legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németországban mind a jelenlegi üzleti helyzetet, mind pedig a várakozásokat leíró német bizalmi indikátorok (IFO-indexek) 2007 eleje óta folyamatosan csökkenő tendenciát mutatnak. Az IFO-indexek ilyen alaku-

⁷ A KSH 2007. szeptemberi külkereskedelmi áruforgalom előzetes folyó áras adata csökkenő trenddinamikát vetíthet előre, ugyanakkor volumen és áradatok hiányában az exportteljesítmény alakulása bizonytalan.

lásában szerepet játszhatott az amerikai másodlagos jelzalogpiaci turbulencia, mely bár Európában eddig csak kismértékben érezte hatását, a német hitelintézeteket az átlagosnál is jobban érinthette. Emellett a kedvezőtlen jövőbeli német és eurózóna konjunktúra hatását tompíthatja, ha a külkereskedelmünkben egyre meghatározóbb szerepet játszó régiós országoknál folytatódik a korábban megfigyelt erőteljes gazdasági növekedés.

1-11. ábra

Az IFO és az EABCI* bizalmi indikátorok alakulása



* Az Európai Bizottság által publikált Business Climate Indicator for Euro-Area countries.

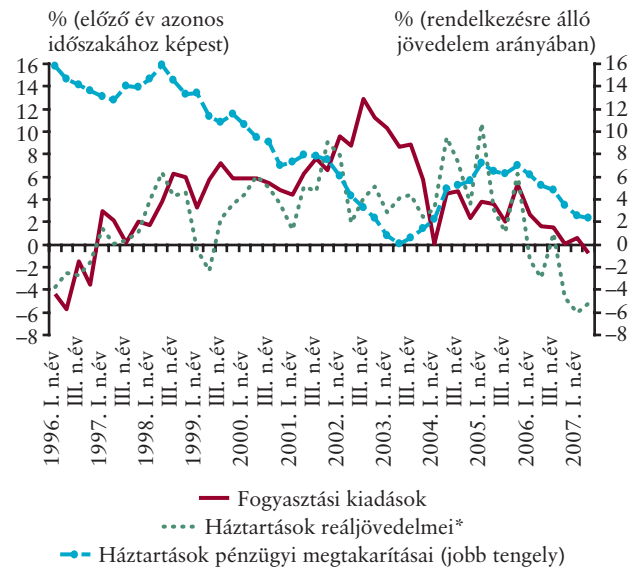
Csökkenő fogyasztás, bizonytalan fordulópont a kiskereskedelemben és a beruházásokban

A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedése 2007 első felében a fogyasztás simításáról feltett várakozásainknak megfelelően alakult. A háztartások fogyasztási kiadása – a vásárlásokat megragadó indikátoraink szerint – a reáljövedelmekhez képest kevésbé mérséklődött. A háztartások továbbra is dinamikus bővülő hitelfelvétellel igyekeztek elkerülni a reáljövedelmek mérséklődéséből adódó fogyasztás-visszaesést. Ennek eredményeképp a szektor finanszírozási kapacitásai a rendelkezésre álló jövedelem 2 százalékára süllyedtek.

A kiskereskedelmi konjunktúrát továbbra is visszaesés jellemzi, ám a nyári hónapokban az értékesítések lassulása már nem folytatódott tovább. Ennek oka, hogy a tartós iparcikkek értékesítésében – azon belül is jellemzően a gépjármű-értékesítések piacán – a csökkenő eladási trendek megfordulását tapasztalhattuk. A fordulóponttal kapcsolatos érzékelésünket ugyanakkor számos további tényező árnyalja. A háztartások konjunkturális megítélését és kilátásait leképező lakossági bizalmi indexekben az év eleje óta nem figyelhettünk meg számottevő és tartós javulást, ami kérdésessé teheti a szektorbeli hosszabb távú jövedelemvárakozások és ezzel párhuzamosan a fogyasztási kereslet tartós javulását. A nyári hónapok

1-12. ábra

A lakosság reáljövedelme, fogyasztási kiadásai és pénzügyi megtakarításai

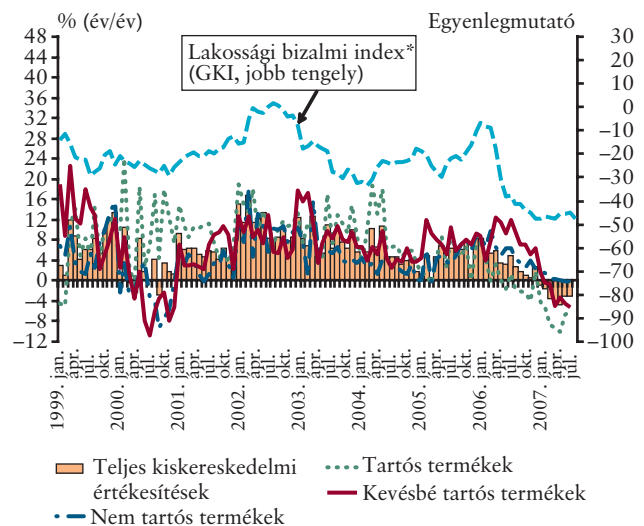


* MNB-becsülés.

ban új tendenciaként érzékeljük az élelmiszerjellegű termékek keresletének csökkenését, amit az általánosan mérséklődő reáljövedelmek mellett az elmúlt időszakban hirtelen megugró élelmiszerárak is eredményezhettek.

1-13. ábra

A kiskereskedelem forgalmának bővülése a főbb termékcsoportok szerint és a GKI bizalmi indexek alakulása



* MNB által újrásúlyozva.

A kormányzat fogyasztási kiadásai jelentősen visszaestek – annak ellenére, hogy a közösségi fogyasztást még az idei évben is emelte a Gripen repülőgépek beszerzése. A természetbeni társadalmi juttatások értéke az év első hat hónapjában jelen-

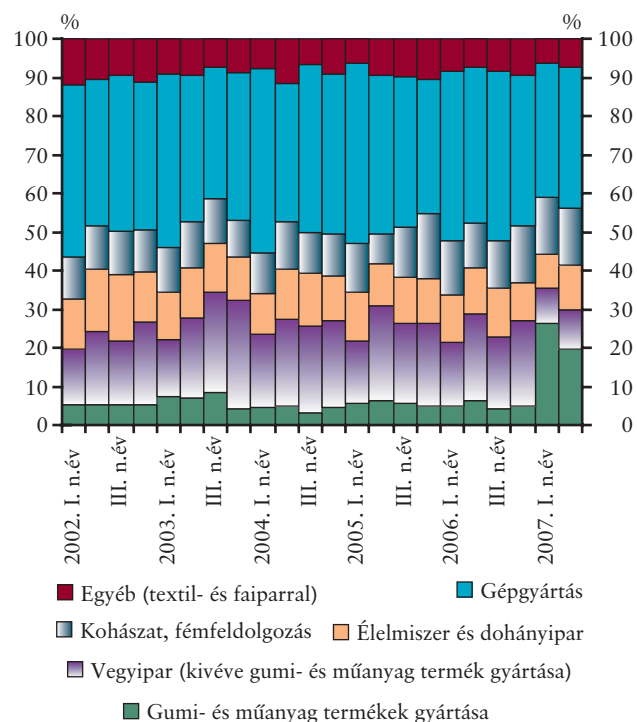
tós (10 százalékos körüli) visszaesést mutatott. Ennek oka a kormányzati reformintézkedések következtében az állami szolgáltatások iránt mérséklődő lakossági kereslet (pl. az egészségügy, oktatás terén), amit a statisztikai felmérés módszertanának megváltozása is a nagyobb csökkenés irányába módosított.

A nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozás volumenét a 2006. évi általános visszaesést követően 2007 első felében összességében enyhe növekedés jellemezte.⁸ A közel stagnáló dinamika mögött azonban igen eltérő folyamatok húzódnak meg. Egyrészt bár a vállalati szektor beruházási aktivitása erősödött, a lakossági és állami szektor továbbra is gyenge teljesítményt nyújt. Másrészt a vállalati beruházásoknak is szinte

1-14. ábra

A feldolgozóipari beruházások megoszlása az ágazatscsoportok között

(részarány)



csak a feldolgozóipar, és azon belül is döntően egy, igen erős ágazatspecifikus hatás ad lendületet.⁹ Ezt leszámítva csak a korábbi külső konjunktúrák idején tapasztaltnál gyengébb beruházási dinamikát tapasztalunk a feldolgozóiparban, a 2005 és 2006 folyamán tapasztalt gyenge beruházási kedv tehát nem szűnt meg teljesen.

Ennek magyarázata lehet, hogy egyrészt az üzleti bizalmi felmérések szerint a vállalatok kilátásai összességében továbbra sem kedvezőek és nem jeleznek erős beruházási hajlandóságot, másrészt a gazdasági helyzetből és a szabályozási környezetből fakadó bizonytalanságot is egyre inkább a termelést akadályozó tényezőként érzékelik.¹⁰ Ehhez hozzájárulhattak a kiigazítás munkát és tőkét terhelő adó-, illetve járulékemelések és az üzleti környezetben továbbra is meglévő bizonytalanságok (pl. várható adóváltoztatások). Ugyancsak a vállalatok óvatos magatartására és a bizonytalansági tényezők jelenlétére utalhat, hogy az erős külső konjunktúrákat továbbra sem a kapacitások jelentős bővítésével, hanem azok magas szintű kihasználtságával elégtük ki.¹¹ Ez teszi lehetővé, hogy a mérsékelt beruházási hajlandóság ellenére is lendületes az ipari termelés bővülése.

Az állami és kvázifiskális tevékenységek (közszolgáltatások) körében a fiskális kiadások visszafogása lehet az erőteljes beruházás-csökkenés oka. A kiigazítás közvetett hatásaként, a mérséklődő jövedele-várakozásokon keresztül az elsősorban a hazai kereslet által meghatározott vállalati körben (belföldre termelők és szolgáltatók) ugyancsak visszaesést figyelhetünk meg. A lakossághoz kötődő ingatlanberuházásokat ugyan pozitív fordulat jellemezte az év első felében, ám ezt jórészt csupán bázishatás – a tavalyi év második felében megfigyelt csökkenés korrekciója – magyarázza. Továbbá a növekvő tendencia tartósságát megkérdőjelezi, hogy a lakossági várakozásokban nem tapasztalunk érdemi javulást, és az elmúlt negyedévekben a lakáshitelezés terén is lassulást érzékelhetünk. Összességében tehát a beruházási kilátásokkal kapcsolatban aggodalomra adhat okot, hogy a tavalyi visszaesés után az idei év kedvezőbb folyamatai egyelőre nem tekinthetők általánosnak.¹²

⁸ A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházás két különböző statisztika, az előbbi kerül be a GDP-statisztikába és némileg tágabb kört ölel föl, míg részletes bontásban negyedéves szinten csak az utóbbi érhető el. A gazdasági folyamatokról azonban mindkét adat ugyanazokat a következtetéseket adja, volumenváltozásaik mértéke általában igen hasonló.

⁹ Az ágazatspecifikus hatást a gumi- és műanyag termék gyártása okozza, amely egybecseng több, gumigyártással foglalkozó cég nagyberuházásairól szóló sajtóhírekkel. Az 1-14. és 1-15. ábrák tanúsága szerint a 2003–2004-es feldolgozóipari beruházásbővülés sokkal általánosabb volt, és 2002 óta nem fordult elő a jelenlegihez hasonló, nagymértékű ágazatspecifikus hatás.

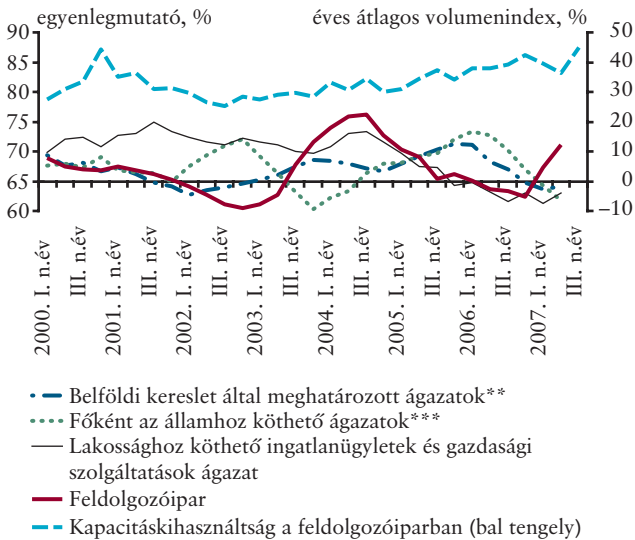
¹⁰ Forrás: Kopint-Datorg konjunktúratest és a GKI és az Európai Bizottság közös felmérése az ipari vállalatok körében.

¹¹ Mind a GKI és az Európai Bizottság közös felmérése, mind a Gazdaság- és Vállalkozáselemző Intézet felmérése historikusan magas kapacitáskihasználtságot mutat a feldolgozóipari vállalatok körében.

¹² A beruházások összetétel szerinti bontását tekintve is igen erős kettősséget tapasztalhatunk: az elsősorban az államhoz köthető, építési jellegű beruházások esetében erős visszaesés (l. az 1-1. keretes írás: Lejtmenetben az építőipar), míg a főként a feldolgozóiparhoz köthető, gépjellegű beruházások körében lendületes növekedés volt jellemző.

1-15. ábra

A beruházások* alakulása az egyes szektorokban és kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban



* A beruházások esetében az éves átlagos volumenindexeket négy egymást követő negyedév volumenindexeinek a bázisidőszaki folyó áras súlyokkal vett átlagaként számítottuk.

** Energetika, szállítás és egyéb szolgáltatások nélkül.

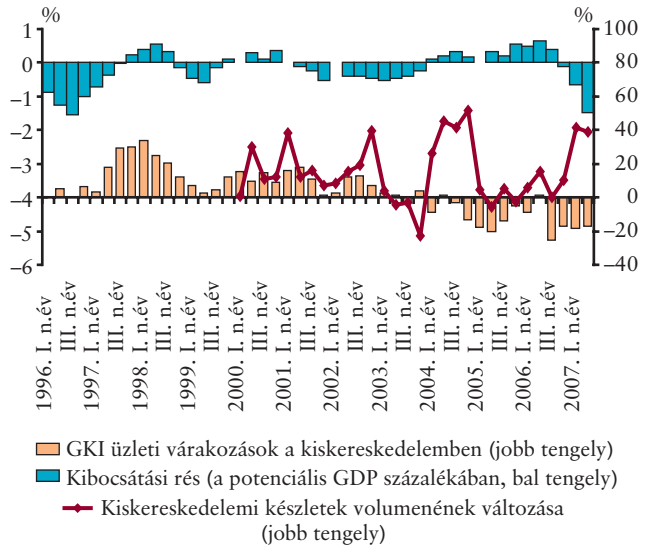
*** Energetika, szállítás és egyéb szolgáltatásokkal.

Megjegyzés: a kapacitáskihasználtsági adatok forrása a GKI és az Európai Bizottság közös felmérése.

Az aggregált kereslet csökkenésével párhuzamosan 2007 elejére jelentősen megemelkedett a készletállomány a kereskedelmi ágazatokban. Ennek alapvetően két magyarázata lehet: egyrészt a kereslet lassulása – a negatív kibocsátási rész – erőteljesebb lehetett a kereskedők által vártnál, és emiatt

1-16. ábra

A készletállomány alakulása a kereskedelemben



Megj.: Az ábrán a kiskereskedelmi ágazatok teljes (vásárolt és saját termelésű) készleteinek reálváltozását ábráztuk (kiskereskedelmi árindexszel defláva). A kereskedelmi készleteket a vásárolt készletek dominálják, a saját termelésű készletek aránya elhanyagolható. A kibocsátási rész MNB-becslés.

a tervezettnél alacsonyabb értékesítés a készletek emelkedését eredményezte. Ugyanakkor utalhat arra is, hogy a kereskedők a negatív belföldi konjunktúra gyors felívelésére számítanak és a várható nagy kereslet kielégítése végett növelik készletállományukat. Tekintve azonban a kiskereskedelmi szektor várakozásaival kapcsolatos egyéb, kedvezőtlen információkat, megítélésünk szerint jelenleg inkább a vártnál nagyobb keresletcsökkenés hatását tükrözhetik a készletadatok.

1.2. Munkapiac

A harmadik negyedév adatai megerősítették a béralkalmazkodásra vonatkozó augusztusi állításainkat, azaz úgy tűnik, a vállalatok rövid távon továbbra is a prémiumkifizetések visszafogásán keresztül igyekeznek helyreállítani profitabilitásukat. A foglalkoztatottság alakulására vonatkozóan ellentétes kép rajzolódott ki a rendelkezésünkre álló két létszámstatisztikából. Kiemelendő azonban, hogy a költségsokkok, valamint a gyengébb belső kereslet által legerősebben érintett piaci szolgáltató szektorban egyelőre egyik statisztika sem mutat létszám-alkalmazkodást.

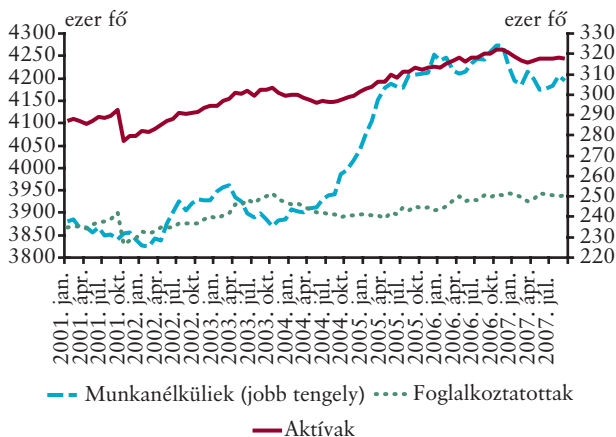
Tovább lazuló munkaerőpiac

2007 második és harmadik negyedéves adatai szerint, az aktivitásban tapasztalt év eleji csökkenés megtorpant, majd enyhe növekedésnek indult. Mindez a nemzetgazdasági foglalkoztatás stagnálása mellett ment végbe, s így a munkanélküliségi ráta növekedett, a szezonálisan igazított adatok szerint elérte a 7,2 százalékot. A munkaerőpiac lazulására utal az is, hogy az üres álláshelyek száma a munkanélküliség emelkedése mellett csökkent, azaz az ún. feszességi mutató mérséklődött.¹³

1-17. ábra

Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség alakulása

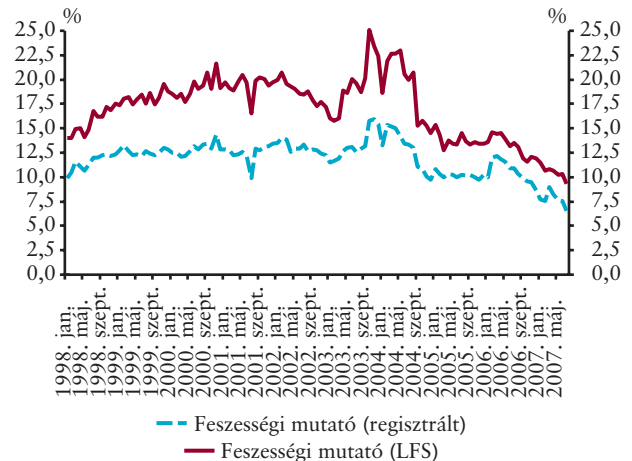
(ezer fő, szezonálisan igazított havi adatok)



1-18. ábra

Az üres álláshelyek és a munkanélküliek aránya

(szezonálisan igazított havi adatok)



Az aggregált szinten megfigyelhető munkaerő-piaci lazulás szektorális szinten azonban nem tekinthető általános érvényűnek. Mint arra már korábbi elemzéseinkben is felhívtuk a figyelmet, a feldolgozóiparban – elsősorban a szakképzett munkaerő hiányából fakadó – ún. szakképzési súrlódás (*skill mismatch*) jelenség esetenként meghatározó lehet. Ezt támasztja alá a GKI vállalati megkérdezésen alapuló konjunktúra-felmérése. A kérdőív eredménye szerint a vállalatok egyre növekvő arányban jelölik meg a termelés növelésének korlátjaként a szakképzett munkaerő hiányát.

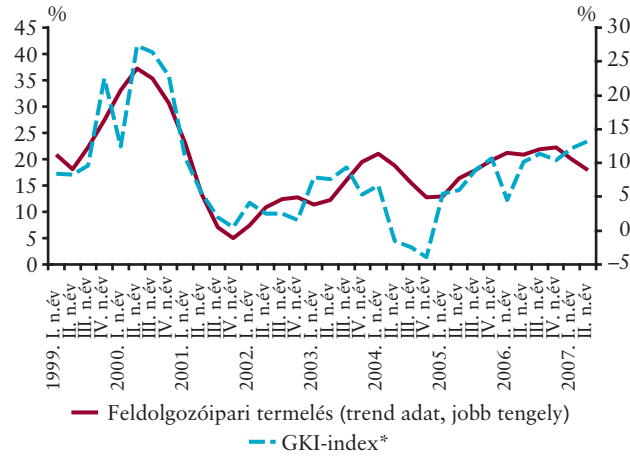
Az adatsorok alapján úgy tűnik, hogy a szakképzési súrlódás jelensége nem új keletű. Ezt támasztja alá, hogy a munkaerő-hiány alakulása historikusan nagyon erősen együtt mozgott a konjunktúraciklusok generálta munkaerő-kereslettel. Vannak azonban abba az irányba mutató jelek, hogy ez a probléma a múltban tapasztaltnál súlyosabb lehet. Erre utalhat az a jelenség, hogy – bár úgy tűnik, a feldolgozóipari termelés túljutott a csúcspontján – a szakképzett munkaerő hiányából adódó probléma jelentősége nem csökkent, illetve az, hogy a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma nem emelkedett jelentős mértékben.

¹³ Az angol jegybank gyakorlatát átvéve (I. Cassino, V.-Joyce, M.: „Forecasting inflation using labour market indicators” BOE Working Paper No. 195.) készítetünk egy új, a munkapiac feszességét mérő mutatót. Ez a betöltetlen álláshelyek és a munkanélküliek számának hányadosával határozható meg. Az indikátor így a munkanélküliség mellett a keresleti oldalon végbemenő változásokat is képes figyelembe venni a munkaerő-piaci feszesség megítélésékor. Minél magasabb az index értéke, annál feszesebb a munkaerőpiac. Meg kell ugyanakkor említenünk, hogy az indikátor csak akkor jó mérőszáma a munkapiac feszességének, ha a munkanélküliség és az üres álláshelyek száma ciklikus okból változik. Elképzelhető ugyanakkor, hogy strukturális okok állnak a változás mögött. Egyrészt változhat úgy az index, hogy a munkapiac feszessége nem változik. Ez olyankor lehetséges, ha az egyensúlyi munkanélküliség változik, ami önmagában nem befolyásolja a munkapiaci feszességet adott üresálláshely-mennyiség esetén. Másrészt változatlan mutató sem jelenti feltétlenül azt, hogy a munkapiac feszessége változatlan. Ha például a számláló és a nevező azonos arányban változik, akkor feltételezhető, hogy a munkakereslet és -kínálat strukturális szerkezete eltér. Mindez akkor lehetséges, ha szakképzettségi súrlódás van jelen a munkapiac bizonyos szegmenseiben.

1-19. ábra

A szakképzett munkaerőhiány jelensége a feldolgozóiparban

(szезonálisan igazított negyedéves adatok)



* Azon vállalatok aránya, amelyek a termelést korlátozó tényezőként jelölték meg a szakképzett munkaerő hiányát.

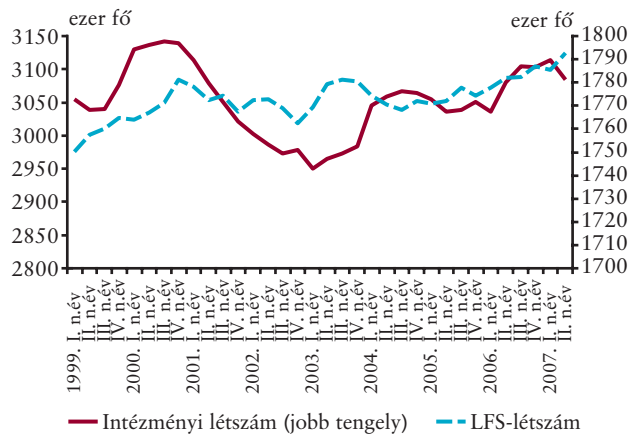
Ellentmondásos adatok a versenyszektor létszámát illetően

Míg az intézményi statisztika szerint csökkent a versenyszektorban foglalkoztatottak száma, addig a munkaerő-felmérés adatai szerint tovább folytatódott a létszám enyhe emelkedése. Mivel utóbbit a gazdaság tényleges folyamataival (pl. a nemzetiszámla-statisztikával) inkább összhangban lévőknek véljük, ezért elemzésünkben a létszámalakulásra vonatkozó képünket ez határozza meg inkább.

1-20. ábra

A versenyszférában foglalkoztatottak száma az intézményi és az LFS-statisztika alapján

(szезonálisan igazított negyedéves adatok)



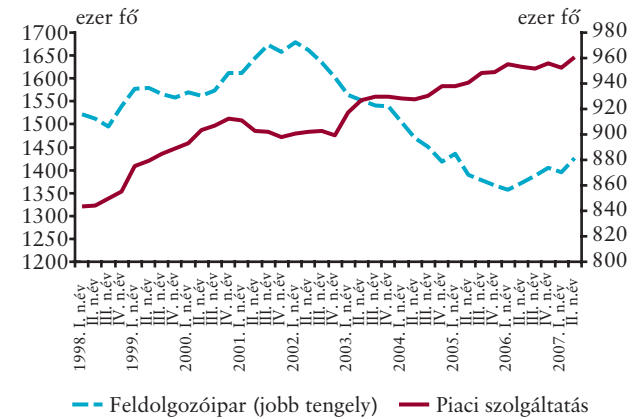
* Azon vállalatok aránya, amelyek a termelést korlátozó tényezőként jelölték meg a szakképzett munkaerő hiányát.

Az ágazati megbontást tekintve a feldolgozóiparban a konjunkturális folyamatokkal összhangban az év eleje óta folyamatos létszám-bővülés tapasztalható, ami elsősorban az ipari konjunktúra húzóágazataiban figyelhető meg. Bár a korábbi növekedés stagnálásba váltott, a belső kereslet szűkülése és a termelékenységhez képesti magas bérdinamika miatt korábban megfigyelt profitromlás ellenére a piaci szolgáltatásoknál egyelőre nem látunk határozott létszám-alkalmazkodásra utaló jeleket. Úgy tűnik a szektor inkább a bérdinamika visszafogásával próbálja korrigálni a kialakult helyzetet.

1-21. ábra

A foglalkoztatottság alakulása a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatások körében (LFS-adatok)

(szезonálisan igazított negyedéves adatok)



Amennyiben ez utóbbi szektort részletesebben vizsgáljuk, kitűnik, hogy a költségsokkok által leginkább érintett, 5 főnél kevesebbet foglalkoztató kisvállalkozások esetében csökkent a foglalkoztatottak száma.

1-22. ábra

Önfoglalkoztatók számának alakulása a piaci szolgáltatások körében (LFS-adatok)



Emellett a létszám-alkalmazkodás a nagyobb méretű vállalkozások esetében is a jövőben még megvalósulhat, csupán időben eltolva jelentkezhet korábbi várakozásainkhoz képest. Feltételezhető ugyanis, hogy rövid távon az elbocsátás költségei számottevően magasabbak a prémiumkifizetéseken keresztül megvalósuló béralkalmazkodásnál. Azonban a kisbocsátási rés tartós túgulása esetén a profitromlást már vagy a béremelések rendszeres komponensén, vagy a létszám-alkalmazkodáson keresztül lehet csak kompenzálni.

A legnagyobb profitromlást azonban nem a szolgáltatászektor, hanem az építőipar szenvedte el, hiszen a gazdaság kifehérítését célzó kormányzati intézkedések e szektort érintették a leginkább. Emellett az állami beruházások nagymértékű visszafogása – mely jórészt építési jellegű beruházás –, valamint a lakossági lakásberuházások visszaesése azt eredmé-

nyezte, hogy bevételi oldalon is erre a szektorra volt leginkább hatással a kedvezőtlen belső konjunktúra. Ennek megfelelően a legnagyobb létszámleépítésekre is itt került sor, így az építőipari foglalkoztatottság csökkenése magyarázza jórészt az intézményi létszámstatistikában látható létszámcsökkenést.¹⁴

Prémiumokon keresztül alkalmazkodnak a vállalatok

A májusi inflációs jelentés óta beérkezett béradatok összességében megfeleltek várakozásunknak. A versenyszektor éves bérendexei¹⁵ az elmúlt hónapokban stabilan 8-9 százalékos sávban ingadoztak, míg a rövid bázisú bérdinamikák az év eleji 10 százalék körüli értékről június hónapra 7,5 százalék közelébe mérséklődtek (a beralakulás alapfolyamatairól lásd bővebben a keretes írást).

1-2. keretes írás: A beralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról

Az elmúlt másfél évben több olyan esemény is történt, mely jelentősen megnehezíti az aktuális, közgazdaságilag releváns bérfolyamatok megítélését. Egyrészt a vállalati szektor prémiumkifizetési eltérései a korábbi évek szezonálisától, másrészt a kormányzati szektor adóelkerülést csökkentő intézkedései is befolyásolták a KSH által kimutatott bérek alakulását. A fehéredés által okozott torzítás korrekciójáról már több ízben írtunk. Jelen keretes írásunkban a prémiumkifizetések megváltozott szezonálisitása miatt fellépő torzító hatás kiszűrésének módszertanát, illetve ennek kapcsán a trend bérfolyamatok számításának módszertanát fejtjük ki részletesebben.

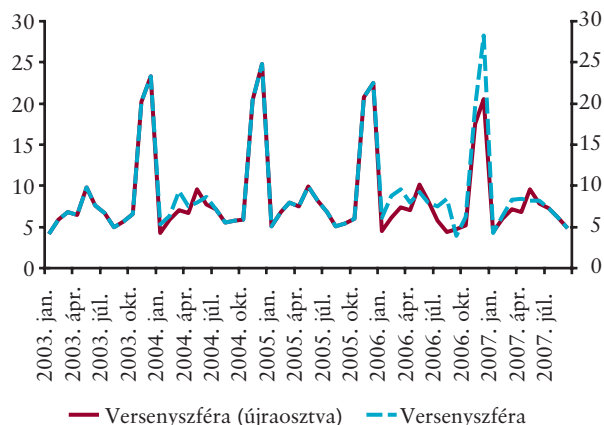
Először a vállalatok 2006 első negyedévében hozták előre a második negyedéves prémiumkifizetések egy részét. Ezt követően 2006 augusztusában – feltehetően adóoptimalizációs okokból kifolyólag – ismét történt egy prémium-előrehozás a szeptemberi, illetve kisebb részben az októberi hónapokról. És végül, hasonló jelenséget tapasztaltunk 2006 november–decembere, illetve 2007 első fele között. Ahhoz, hogy a közgazdaságilag releváns trend bérfolyamatokról tiszta képet kaphassunk, szükséges a fent említett torzító hatások kiszűrése.

A prémiumok kifizetési ideje alapvetően egymást követő hónapokban rendeződött át. Az alkalmazott idősoros technikák és statisztikai eredmények alapján így arra következtethetünk, hogy a szezonálisváltás inkább egyedi, átmeneti jelenség, semmint hosszú távú átrendeződés. Ezek alapján úgy kezeltük, hogy a megváltozott szezonálisitást által érintett időszak teljes prémiumkifizetését az egyes hónapok között azok historikus eloszlásának megfelelően osztottuk újra. Ez megfelel annak a feltevésnek, hogy a kérdéses időszakokban a prémi-

1-23. ábra

A prémiumok megváltozott és újraosztott szezonálisitása

(prémiumok aránya a rendszeres bérekhez)



umkifizetések a korábbi években megszokottaknak megfelelő ütemezésben alakultak.

A bérek alapfolyamatainak megragadására azonban többféleképpen számított mutató is kínálkozik, melyek között nem állítható fel egyértelmű rangsor a folyamatok megítélés tekintetében. Ebből kifolyólag helyzetértékelésünk során ezen alternatív mutatókból képzett sáv szemlélteti leginkább a beralakulás alapfolyamatait.

Az alkalmazott mutatók két dimenzió mentén csoportosíthatók. Egyrészt a tekintetben, hogy a prémiumkifizetéseket milyen formában

¹⁴ A munkaerő-felmérésen alapuló statisztikában egyelőre nem érhető tetten a foglalkoztatás jelentősebb csökkenése ebben az ágazatban. Az építőiparban megfigyelhető konjunkturális folyamatokkal részletesebben az 1.1. keretes írás foglalkozik.

¹⁵ Fehéredési és a prémiumkifizetések megváltozott szezonálisitásának torzító hatásától szűrt béradatok.

¹⁶ Lásd pl.: Eppich-Lőrincz: Három módszer a bérstatistika fehéredés okozta torzítottságának becslésére, MNB-tanulmányok 66.

vesszük figyelembe: első esetben a prémiumokat teljesen figyelmen kívül hagyjuk (rendszeres bérek), második esetben azt feltételezzük, hogy a prémiumkifizetések ugyanolyan mértékben fehéredtek, mint a rendszeres bérek, míg az utolsó eljárásnál azzal a feltevessel élünk, hogy csak a rendszeres bérekben történt fehéredés. Véleményünk szerint ez utóbbi tűnik a plauzibilisebb feltevéseknek, mivel a fehéredést előidéző kormányzati intézkedések olyan bérkategóriákat érintettek inkább, melyekben nem jelentős a prémiumfizetés mértéke. Ezt a hipotézist a szezonális igazításból nyerhető statisztikai tulajdonságok is alátámasztják.

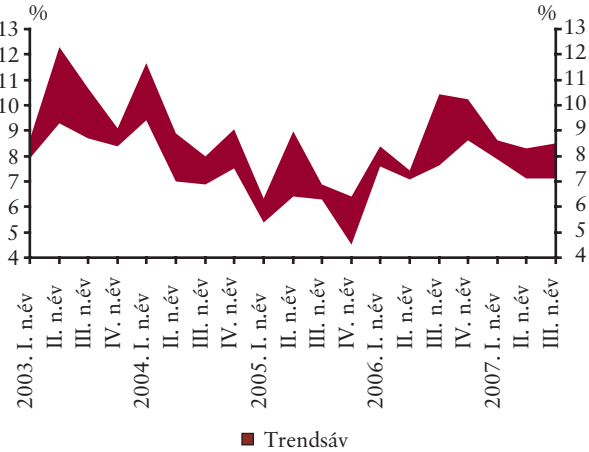
A megbontás második dimenziója pedig aszerint differenciál, hogy a nemzetgazdaság mely ágazatait tekintjük az inflációs nyomás szempontjából relevánsnak: az egész versenyszektort, vagy csak a feldolgozóiparból és a piaci szolgáltatásokból képzett aggregátumot. Ez utóbbiaknak azért tulajdonítunk kiemelt jelentőséget, mivel a fennmaradó, kis súlyú ágazatokra kevésbé az általános gazdasági konjunktúra hat, sokkal inkább befolyásolják őket ágazatspecifikus sokkok.

Az előállított hat bérmutatóból képzett trendsáv évesített negyedéves indexei az elmúlt időszakban 7-8 százalékos sávban ingadoznak. A trendsáv

1-24. ábra

A versenyszféra alapfolyamatait megragadó bérmutatókból képzett trendsáv

(évesített negyedéves változás)

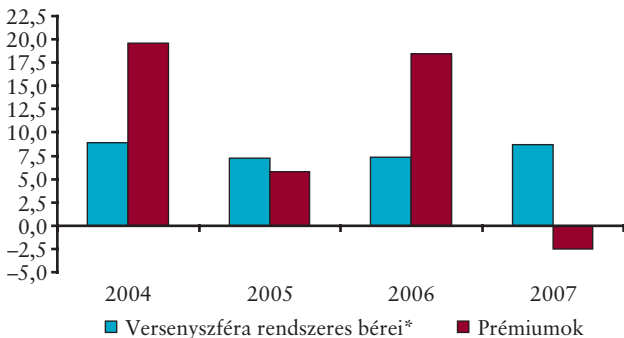


dek rövid bázisú dinamikáit tekintve 2006 vége óta fokozatos mérséklődést figyelhetünk meg.

1-25. ábra

A versenyszféra rendszeres béreinek és prémiumkifizetéseinek alakulása

(január–szeptember átlaga, éves változás)



* Fehéredés hatásától szűrt adatok.

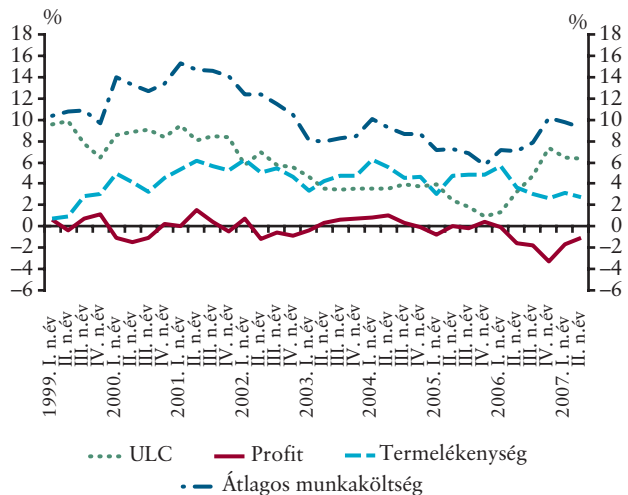
Továbbra is úgy látszik, hogy a vállalatok rövid távon elsősorban a prémiumkifizetések visszafogásán keresztül próbálják megvalósítani a béralkalmazkodást. Erre utal, hogy a prémiumok éves dinamikái elmaradnak a rendszeres bérek hasonló adataitól.

2007 második negyedévére – a versenyszféra egészét tekintve – a vállalati szektor egészében csökkent a profit-

1-26. ábra

Munkaköltség és termelékenység a versenyszférában*

(szezonálisan igazított negyedéves adatok, éves változás)



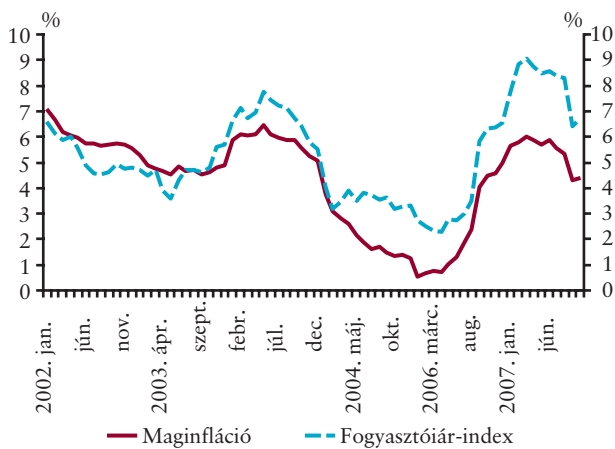
romlás mértéke. Az alkalmazkodást alapvetően a szolgáltatás szektor viselkedése vezette, hiszen a feldolgozóiparban eddig sem volt látható profitszökkenésre utaló jel, mivel a reálbérek a termelékenység javulásával összhangban alakultak.

1.3. Az infláció alakulása

2007 III. negyedévében a fogyasztói infláció 7,7, a maginfláció 5,1 százalék volt.¹⁷ A két index rendre 0,9 és 0,7 százalékos csökkenést az előző negyedévhez képest, amit döntően a 2006. augusztusi szabályozottenergia-ár, illetve szeptemberi áfakulcs-emelés bázisból való kiesése magyaráz. Ugyanakkor az októberi adat mindkét termékcsoport esetében emelkedést mutat, alapvetően az élelmiszerárak aktuális növekedése miatt.

1-27. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció



Megállt a maginfláció csökkenése

Az aktuális folyamatokat a rövid bázisú indexek ragadják meg. Ezek közül a negyedéves változásokat mutató index szerint a maginfláció az elmúlt negyedévben nem csökkent, hanem 4 százalék körül stagnált, sőt az egyhavi változások alapján az utolsó két hónapban 5 százalék fölé növekedett.

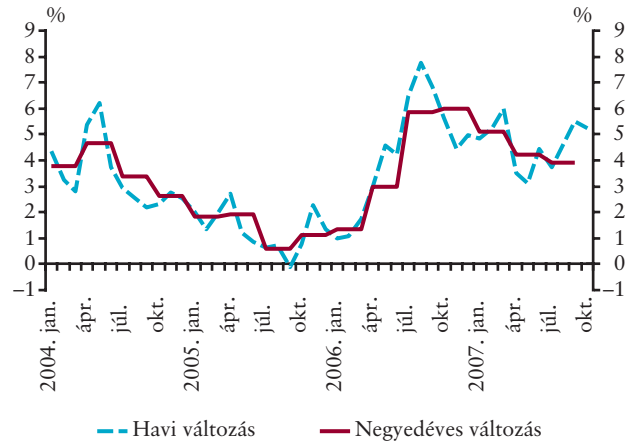
A maginfláció havi változásának növekedése alapvetően egy termékcsoporthoz, nevezetesen a feldolgozott élelmiszerekhez köthető. Általában is elmondható, hogy a maginfláció és az annak részét képező feldolgozott élelmiszerek inflációja jól együtt mozog. Ennek az az oka, hogy a maginflációt alkotó termékcsoportok közül a feldolgozott élelmiszereknek legnagyobb a volatilitása.

2007 közepe óta vált egyértelművé, hogy a megelőző esztendőhöz hasonlóan, vagy még azt is meghaladó mértékben növekedhetnek a 2007/2008-as szezonban az élelmiszerárak. Összességében Magyarországon az elmúlt két évben 26 százalékkal nőttek az élelmiszerárak, ebből az utolsó három hónap

1-28. ábra

Az infláció trendje*

(szezonalisan igazított, évesített adatok)

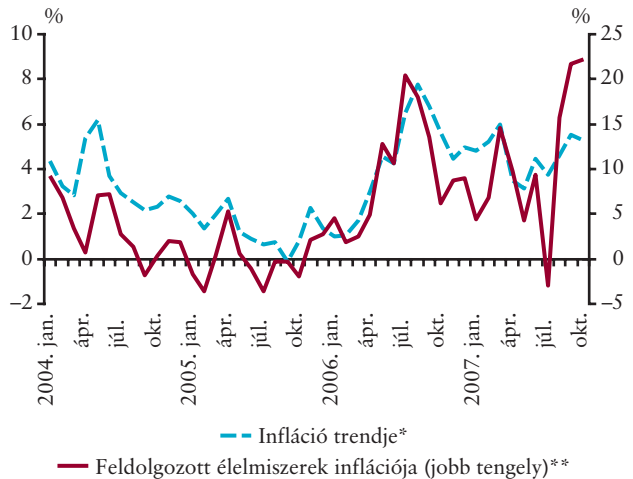


* Az MNB által számított maginfláció, az indirektadó-változások, illetve a vízdíj hatásától szűrve.

1-29. ábra

Az infláció trendje és a feldolgozott élelmiszerek inflációja

(szezonalisan igazított adatok, évesített egyhavi változás)



* Az MNB által számított maginfláció, az indirektadó-változások, illetve a vízdíj hatásától szűrve

** Az áfa-kulcs megváltozásának hatásától szűrt mutató.

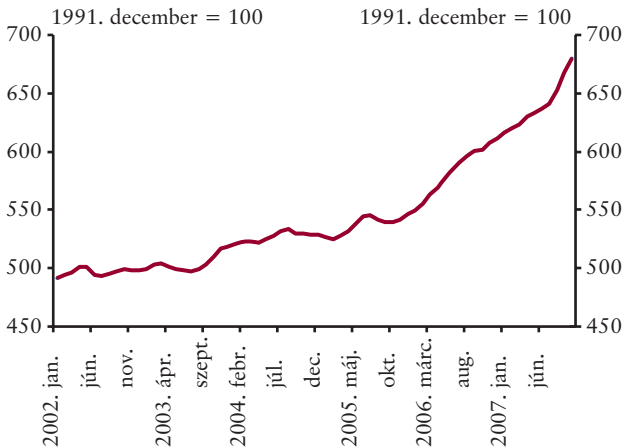
mindegyikében 2 százalék körül, amire utoljára 7 éve volt példa. Mivel az elmúlt negyedévben a fogyasztóiár-index az élelmiszerárak növekedése ellenére csökkent, a teljes infláció közel egyharmada már az élelmiszerekhez köthető.

¹⁷ Az inflációs jelentésben rendszeresen közölt maginflációs előrejelzés az MNB által számított maginflációval vethető egybe, aminek értéke 2007 II. negyedévében 5,9 százalék volt.

1-30. ábra

Az élelmiszerek ára

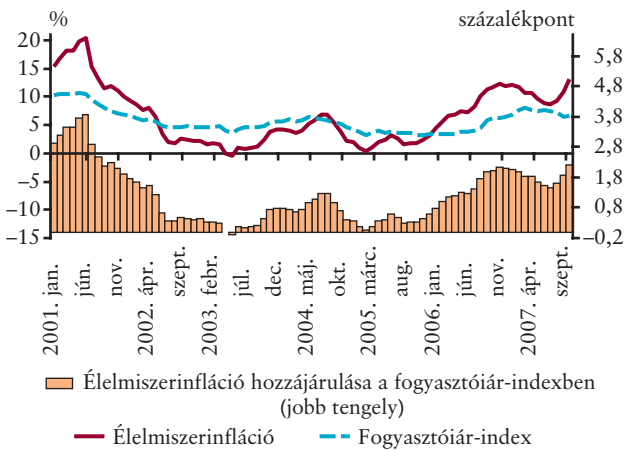
(szazonálisan igazított szint, az áfaváltozások hatásától tisztítva)



1-31. ábra

Az élelmiszerek inflációja és hozzájárulásuk a fogyasztóiár-indexhez

(szazonálisan igazított, az áfakulcs változásának hatásától szűrt adatok)



Az élelmiszerek árának aktuális emelkedése nemzetközi jelenség. A 2004–2006 közepe közötti időszakkal ellentétben az elmúlt egy évben az élelmiszerek inflációja az euroövezetben is meghaladta a fogyasztóiár-indexet. Sőt az euroövezeti feldolgozottélelmiszer-árak egyhavi változása augusztusban magasabb volt, mint az elmúlt évtizedben bármikor.

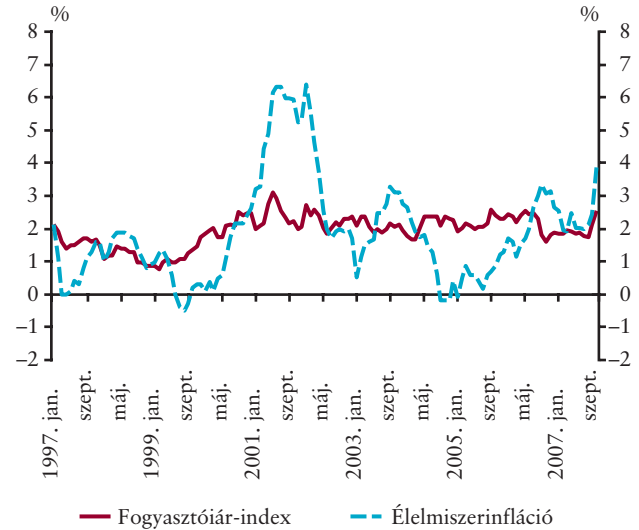
Korábbi években azt figyeltük meg, hogy a globális mezőgazdasági/élelmiszerár-emelkedés Magyarországon nagyobb élelmiszer-inflációt okoz, mint az euroövezetben, vagy átlagosan a régióban.¹⁸ Ennek az állításnak a helyességét az aktuális sokkal kapcsolatban egyelőre nem tudjuk megítélni. Egyrészt összességében az elmúlt hónapokban Magyarországon kiemelkedő volt az élelmiszerek áremelkedése, másrészt viszont

¹⁸ Ennek okaként több hipotézist is megfogalmaztunk. Egyrészt lehet, hogy kisebb piacokon a globális keresletben/kínálatban bekövetkező változások természetesen nagyobb árkilengéseket. Másrészt az is tény, hogy az áremelkedéseket csak részben lehet külföldi behozattal tompítani, mivel a magyar élelmiszerárak – szintben értelmezve – az európai átlag alatt vannak.

1-32. ábra

Az euroövezeti élelmiszerárak és fogyasztói árak inflációja

(éves index)

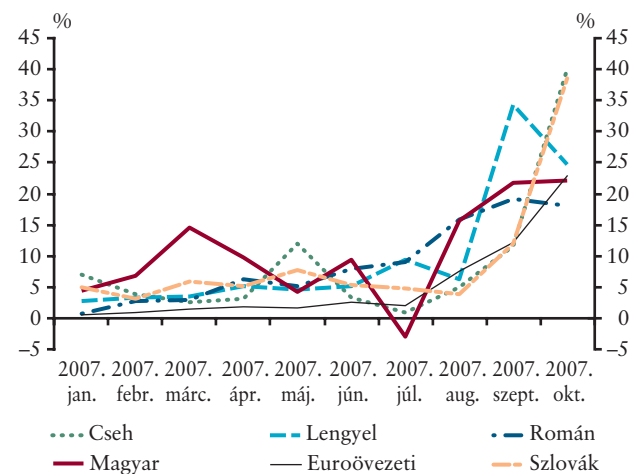


több olyan európai ország van, ahol a legutóbbi (szeptemberi, októberi) áremelkedési ütemek magasabbak, mint a magyar. Azaz lehet, hogy a sok hatása nálunk nem nagyobb, csak némileg korábban jelentkezett.

1-33. ábra

Feldolgozott élelmiszerek inflációja az euroövezetben és a régióban

(szazonálisan igazított, évesített havi változás)



A mezőgazdasági termékek és élelmiszerek globális áremelkedése mögött részben tartós, részben átmeneti tényezők állnak. A tartós okok közé sorolható kínálati oldalról a mezőgazdasági célú földterületek csökkenése, a klímaváltozás miatt a szélsőséges terméshozamok kialakulási valószínűségének nö

vekedése, keresleti oldalról pedig elsősorban az ázsiai fogyasztás dinamikus bővülése. Átmenetileg a fenti hatásokat az ideai különösen gyenge globális kínálat felerősítette.¹⁹

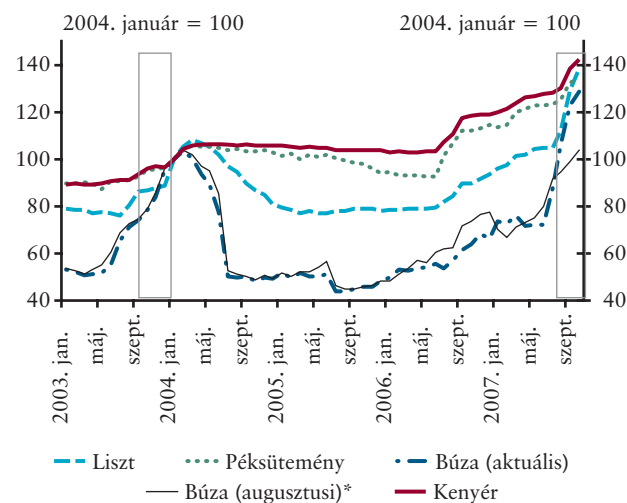
A mezőgazdasági termelői árak 2007 közepi megemelkedése Magyarországon először a szezonális termékek (zöldség, gyümölcs, burgonya) fogyasztói árában jelentkezett. Részben az augusztusi, de döntően a szeptemberi áremelkedésben a feldolgozatlan mellett már a feldolgozottabb termékek áremelkedése is jelentőssé vált, amiben már szerepe lehetett a megemelkedett takarmányköltségek begyűrűződésének is.²⁰

Összességében a korábbi várakozásunknál nagyobb az áremelkedés a mezőgazdasági nyersanyagárak körében.²¹ Ez magyarázza az élelmiszerek fogyasztói árának várakozásunknál nagyobb áremelkedését és nem a nyersanyagok áremelkedésének fogyasztói árakba történő gyorsabb begyűrűződése. Ezt illusztrálja az a számítás, miszerint a 2003/2004-es, illetve a jelenlegi búzaár-emelkedésnél is ugyanúgy augusztusban indult el a liszt, valamint szeptemberben a kenyér és a péksütemény áremelkedése. Ezenfelül októberig az alapanyagár-emelkedés akkor és most nagyon hasonló arányú áremelkedést okozott a magasabb feldolgozottságú termékek esetében.

A maginflációs lassulás megtorpanása kisebb részben az iparcikkek áralakulásához is köthető. Az iparcikkek inflációja ugyanis – az évesített negyedéves indexek szerint – tovább nőtt a III. negyedévben, és tartósan magasabb, mint a 2004 közepe és 2006 közepe között megfigyelt időszakban. A két

1-34. ábra

A búza termelői, illetve a liszt, a kenyér és a péksütemény fogyasztói ára



* Az augusztusi előrejelzésnél a búza termelői árát a jelenlegitől eltérő adatbázisból nyertük, ezért a két idősor múltbeli adatai is némileg eltérnek.

állítást külön-külön is érdemes megvizsgálni. Az infláció növekedése a tartós iparcikkekhez köthető. Ugyanakkor a tartós iparcikkek inflációja az elmúlt negyedéves emelkedés ellenére sem magasabb, mint az elmúlt öt évben általában megfigyelhető volt, amennyiben – a szabályozóváltozás által sokszor befolyásolt áralakulású – személygépkocsik áremelkedését kiszűrjük az idősből. Ezzel szemben a nem tartós iparcikkek inflációja – ami az elmúlt negyedévben már nem nőtt tovább – egy éve magasabb, mint az azt megelőző két évben.

1-1. táblázat

Egyes termékek árának változása június és október között (%)

	Áremelkedés		Egyes termékek árának emelkedése a búza áremelkedésének arányában	
	2003	2007	2003	2007
Búza	42,5	78,5	1,00	1,00
Liszt	12,9	32,2	0,30	0,41
Kenyér	6,1	11,5	0,14	0,15
Péksütemény	5,7	8,9	0,13	0,11

¹⁹ A kedvezőtlen időjárás különösen alacsony termést eredményezett a Magyarországot is magában foglaló délkelet-európai térségben.

²⁰ Különösen jelentős az áremelkedés a feldolgozatlan élelmiszerek közül a szezonális termékek, valamint a tojás, a baromfi és a liszt esetében, a feldolgozott élelmiszerek közül pedig a kenyér, péksütemény, szárasztésza, a tej és az étolaj esetében. A sertéshús ára egyelőre a szezonális hatáson felül nem nőtt, de a takarmányárak növekedése, illetve részben ebből fakadóan a jövedelmezőség mérséklődése a kínálat csökkenését és áremelkedést vetít előre ebben a termékkörben is.

²¹ Az élelmiszerek árának hazai emelkedését ugyanakkor már rövid távon is fékezheti, ha az európai gazdaságpolitika a jelenleginél jobban ösztönzi az esetleges olcsóbb külföldi termékek behozatalát. Ennek egyik példája az egyes génmódosított kukorica termékeknek az EU-ba történő behozatalának októberi engedélyezése, amely azonnal csökkenésbe fordította az európai és így a magyar tőzsdei kukorica jegyzésárakat is.

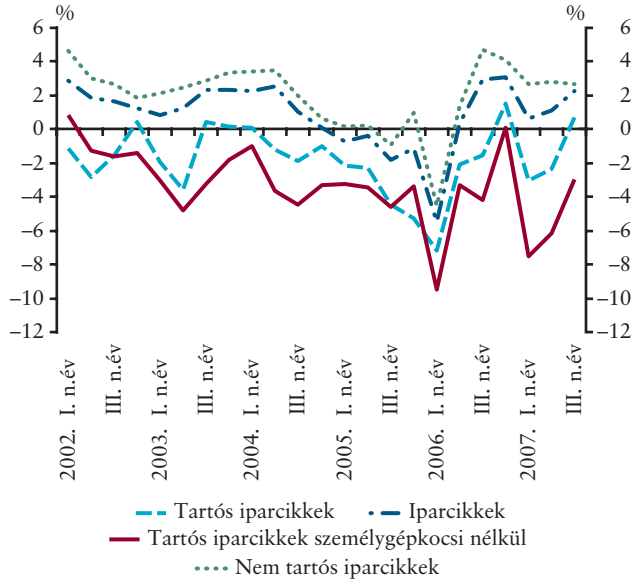
Az iparcikkek inflációjának a korábbi években megfigyeltnél magasabb szinten való beragadása tehát a nem tartós iparcikkekhez köthető.

Mindemellett az is elmondható, hogy a szokásos tényezők (így például a forintárfolyam, vagy az importált infláció) nem magyarázzák meg teljesen az iparcikk-infláció alakulását. Erre több magyarázat is lehet. Egyrészt elképzelhető, hogy egyszerűen csak egy nem definiált tényező átmenetileg magasabb indexeket eredményezett, de hosszabb távon az iparcikkárak visszatérnek a korábban feltételezett pályára. Az is elképzelhető azonban, hogy az általunk korábban feltételezettnél magasabban van a hosszú távú egyensúlyi árpálya, és az elmúlt időszak infláció az ehhez a pályához való visszatérést szolgálta a 2004–2005 során tapasztalt meglepetés dezinfláció után. Ennek hátterében állhat az a folyamat is, mely szerint a globális vállalatok olyan módon állapítják meg árakat, hogy az áruarbitrázsra minél kisebb lehetőség nyíljon. Mivel az átlagos magyar árszint az európai átlagos árszint alatt van, a fenti megfontolás fokozatos árkonvergenciát indokol.

1-35. ábra

Az iparcikkek inflációja

(szézonálisan igazított évesített negyedéves változás)



1-3. keretes írás: Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját?

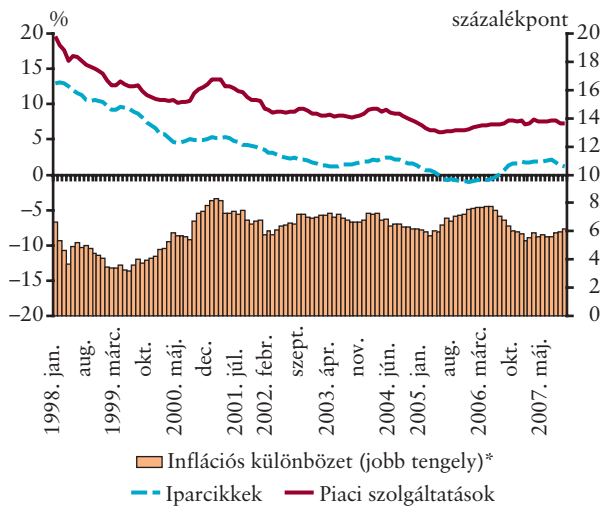
A szolgáltatások inflációja – eltekintve az áfa- és vízidíjváltozások hatásától – három éve 6 százalék körül ingadozik. Némileg meglepő, hogy ezen termékcsoport inflációja a fent említett időszak alatt nagyon kis változékonyságot mutat, tekintve, hogy mind kínálati, mind keresleti oldalról számos sokk érte ezt a szektort. Felvetődik, hogy egyrészt magasnak tekinthető-e a fenti inflációs dinamika, másrészt amennyiben igen, akkor mi kényszerítheti ki a dezinflációt.

A szolgáltatások inflációs dinamikáját érdemes az iparcikkek inflációs dinamikájához képest megítélni. Az ipari szektor termékeinek inflációja – szabad piaci versenyt és stabil árfolyamot feltételezve – nem térhet el érdemben a nemzetközi inflációtól, béremelkedési üteme pedig meg egyezik a munkatermelékenység növekedésével. Egy felzárkózó országban természetesnek tekinthető, hogy a szolgáltatások ára az iparcikkek áránál jobban emelkedik. Ezt többek közt okozhatja a szolgáltató és az ipari szektor munkatermelékenységének fejlett országokéhoz képest nagyobb különbsége. Ha ugyanis feltételezzük a bérek egy országon belüli kiegyenlítését, akkor a szolgáltatás szektor magasabb fajlagos bérköltség-emelkedése – korlátozottabb nemzetközi arbitrázs híján – egyben magasabb áremelési ütemet eredményezhet. A két szektor munkatermelékenységének eltérését több tényező okozhatja. Egyrészt eredményezheti a technikai fejlődés különbsége. Másrészt a felzárkózó gazdaságokban a tőkeállomány a nemzetgazdasági ütemnél gyorsabban növekszik az ipari szektorokban.

1-36. ábra

A magyar iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja, illetve azok különbsége*

(éves változás alapján)



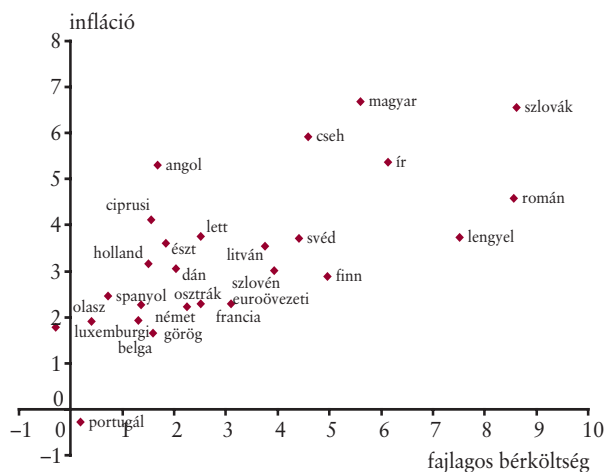
* Az áfakulcs megváltozásának hatásától szűrt mutatók.

Mindezekon felül a felzárkózó országokban a kereslet általában gyorsabban nő az iparcikkekhez képest a szolgáltatások iránt, ami megint csak a szolgáltatások inflációját növeli. Figyelemre méltó, hogy míg az első két esetben – azaz kínálat oldali nyomás esetén – kiindulásként a magasabb bérek, illetve a bérköltség nagyobb aránya okozza a magasabb inflációt, addig a harmadik esetben – azaz kereslet oldali nyomás esetén – a magasabb áremelkedés okozhat magasabb béreket.

Magyarországon a szolgáltatások és az iparcikkek inflációjának különbsége 2000 óta tartósan 6-7 százalék körül alakul. Ezen időszak alatt a két szektor átlagos fajlagos bérköltség-különbsége is 6 százalék körül

1-37. ábra

Egyes európai országok inflációs, illetve fajlagos bérköltés növekedési ütemének különbözete



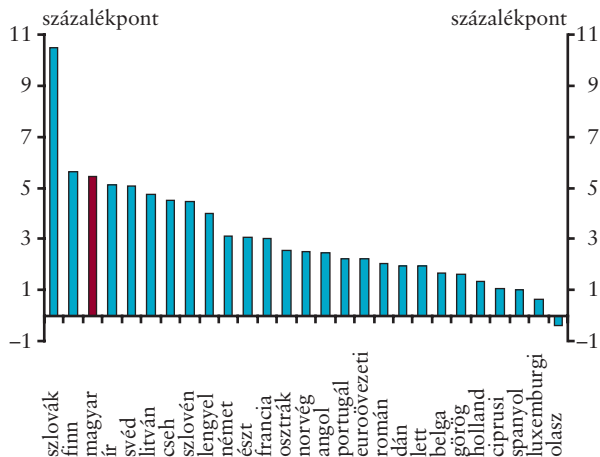
Forrás: AMECO-adatbázis, illetve saját számítás. A mintaidőszak 2001–2006 közötti évek átlaga.

alakult, azaz az elméleti összefüggéseknek megfelelően hosszabb távon jól magyarázza a két szektor inflációs különbözétét.²² Emellett egyes években az is kimutatható, hogy a fajlagos bérköltések eltérését nem csupán a termelékenységek különbsége okozza, hanem a szolgáltatás szektor magasabb bérdinamikája is. Nemzetközi összehasonlításban a fenti két szektor inflációs és fajlagos bérköltés-különbsége is kiemelkedően nagy tekinthető, ami mögött alapvetően a szolgáltatások magas inflációja és a felzárkózó országokhoz képest alacsonyabb termelékenységnövekedése áll.

A korábban felvetett kérdésekre tehát az a válasz adható, hogy bár a fajlagos bérköltések eltérése hosszabb távon jól magyarázza az inflációs

1-38. ábra

Egyes országok iparcikk, illetve piaci szolgáltatás szektorának munka-termelékenysége különbözete*



Forrás: AMECO-adatbázis, illetve saját számítás. A mintaidőszak 2001–2006 évek átlaga.

különbséget, annak nagysága nemzetközileg mégis szokatlanul nagy, és tartósan alacsony inflációs ütem mellett nem jellemző. Ebből tehát az következik, hogy az árstabilitás eléréséhez vélhetően szükséges a szolgáltatások inflációjának csökkenése. Ez egyrészt kínálat oldalról valósulhat meg: az ipari szektor termelékenységének csökkenésével, vagy a szolgáltatás szektor termelékenységének – vélhetően a tőke/munka arány növekedésével együtt járó – növekedésével. Míg az első esetben a bérek növekedési ütemének csökkenése eredményezi az alacsonyabb inflációt, addig a második esetben a bérdinamika csökkenése nem szükséges az infláció mérséklődéséhez. Másrészt a szolgáltatások inflációjának csökkenését a kereslet visszaesése is kikényszerítheti, ami emellett ceteris paribus a béreket is lejjebb szoríthatja.

Az egyéb tételek az inflációra semleges hatásúak voltak

A járműüzemanyag ára 2007 III. negyedévében az előző negyedévhez képest változatlan maradt, az előző év azonos időszakához képest viszont 5,7 százalékkal csökkent, amely azonban a magas bázisnak köszönhető.

A szabályozott árak 2007 III. negyedévében összességében nem módosultak az előző negyedévhez képest. A szabályozott árak változását összetételében megvizsgálva, jelentősebb előző negyedévhez képest történő árváltozásnak a

munkahelyre, iskolába utazás árának 3,8 százalékos csökkenését, illetve a lakbérek 0,9 százalékos növekedését mondhatjuk. Az előbbi tétel változásának oka az, hogy a diákok utazási kedvezményét szeptemberben visszaállították a korábbi, májusi szűkítés előtti szintre, emiatt a tétel árában 2007 szeptemberében augusztushoz képest 11,4 százalékos csökkenés történt.

Megtorpant az inflációs várakozások csökkenése

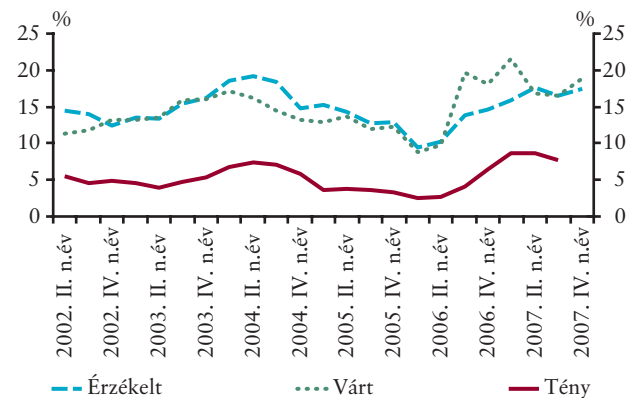
A 12 hónapra előretekintő lakossági várakozásokat mérő mutató az elmúlt két negyedév csökkenése után ismét némi nö-

²² Az utolsó három évben a fajlagos bérköltés különbözete 7 százalék fölé nőtt.

vekedésbe fordult, emellett az elmúlt 12 hónapban érzékelt infláció szintén enyhe növekedést mutat. Mindkét mutató történeti összehasonlításban magas, a korábbi csúcsokhoz közeli szinten áll. Mindezt magyarázhatja az élelmiszertermékek növekvő inflációja, amely a lakosság számára valószínűleg közvetlenebbül érzékelhető, mint egyéb termékcsoportok árának változása.

1-39. ábra

A lakossági inflációs várakozások alakulása*



* Forrás: Saját számítás a Medián felmérése alapján.

2. Pénzügyi piacok



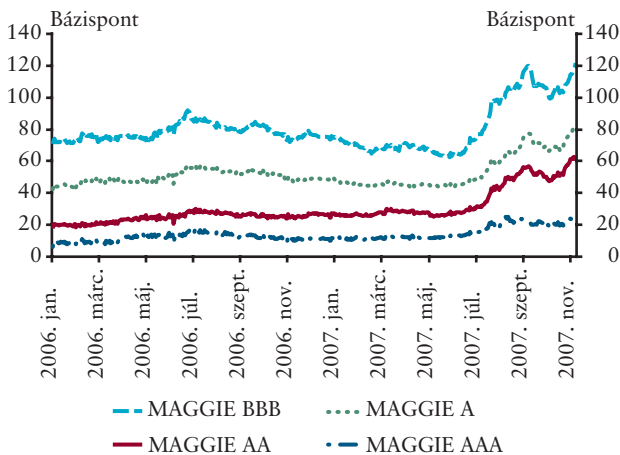


A július–augusztusi pénzügyi turbulencia következtében kialakult jelentős pénzügyi bizonytalanság szeptember–októberben mérséklődött. A befektetői környezet átmeneti javulása nagyrészt a Fed vártnál nagyobb szeptemberi kamatcsökkentésének, kisebb részben a piaci várakozásokat kedvező irányba elmozdító amerikai makrogazdasági adatoknak a következménye volt. A kockázatos eszközök többségének árfolyama a nyár végi veszteségeket szinte teljes mértékben visszanyerte, számos részvényindex októberben történelmi csúcsra emelkedett.

November elejétől kezdődően ugyanakkor ismételen előtérbe kerültek az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piacra kapcsolatos befektetési banki veszteségek és kitétségek. A nyilvánosságra hozott veszteségek következtében megemelkedett a pénzügyi bizonytalanságok, a kockázatos eszközök gyengülésnek indultak. Ezzel párhuzamosan az amerikai és az európai vállalati hitelek kockázatmentes hozam feletti felárai a nyár végi turbulens időszakban tapasztalt szintek fölé emelkedtek.

2-1. ábra

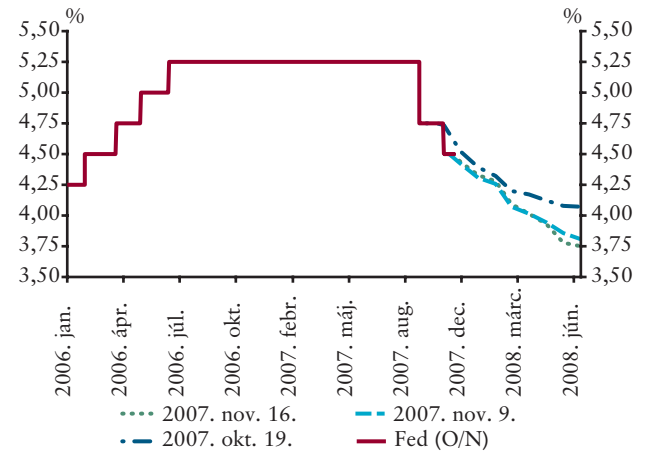
Különböző besorolású adósságok hitelfelárai



A piaci szereplők továbbra is arra számítanak, hogy az amerikai gazdaság lassulni fog, de többségük szerint nem lesz recesszió. Árnyalja ugyanakkor az amerikai és a globális növekedési kilátásokat is, hogy számos befektetési bank és nemzetközi gazdasági intézmény is számottevő mértékben mérsékelte az amerikai gazdaságra vonatkozó növekedési előrejelzéseit. Az elmúlt hónapokban a Fed kamatcsökkentésére vonatkozó várakozások részben ellensúlyozzák a kedvezőtlen kilátásokat, mivel a piacok arra számítanak, hogy az amerikai jegybank a makrogazdasági kilátásokat övező jelentős bizonytalanságok miatt további kamatcsökkentéseket hajt majd végre.

2-2. ábra

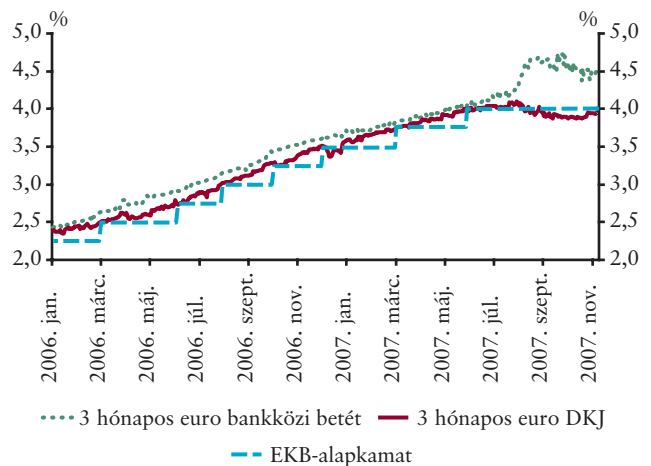
A Fed irányadó kamatára vonatkozó várakozások



A nyár végi amerikai másodlagos jelzáloghitel-piaci eseményekhez kapcsolódó bizalmi-likviditási problémák azonban továbbra is jelen vannak a globális pénzügyi rendszerben. A nagy jegybankok (EKB, Fed) augusztusban és szeptemberben rendkívüli tenderek keretében jelentős mértékben növelték a bankközi piacok likviditását, ennek ellenére a bankközi kamatok nem tértek vissza az irányadó kamatok közelébe. Az euro és dollár bankközi piacokra összességében továbbra is számottevő bizonytalanság jellemző.

2-3. ábra

EKB-alapkamat, 3 hónapos lejáratú euro bankközi betét és diszkontkincstárjegy hozamalakulása

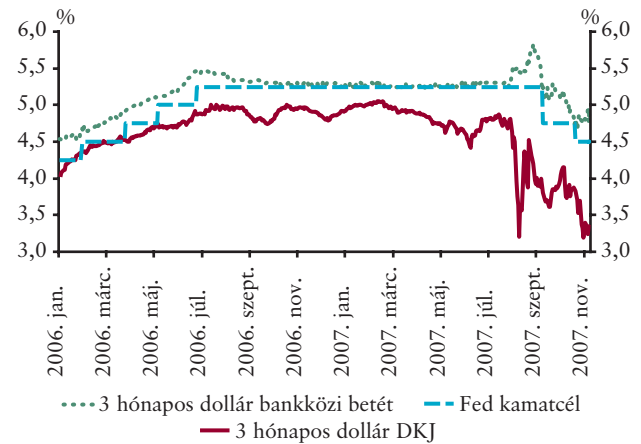


Előretekintve, a nemzetközi pénzügyi környezet alakulása szempontjából a kockázatok többsége jelenleg negatív irányba mutat. Továbbra sem egyértelmű, hogy az amerikai ingatlanpiac visszaesésének milyen mértékű reál gazdasági hatásai

lesznek. A nemzetközi gazdasági intézmények elemzései szerint az ingatlanpiaci problémák további elmélyülésére lehet számítani (*részletesen lásd a 2-1. keretes írásban*). A nyár végi jelentős szigorodást követően a hitelpiaci kondíciók szeptember második felében és októberben csak átmenetileg lazultak. A felárak jelenleg továbbra is az elmúlt években tapasztalt szinteknél lényegesen magasabbak, ami előretekintve a gazdasági növekedés lassulásának az irányába hathat. Mindemellert kereslet-kínálati, valamint geopolitikai tényezők következtében az olajárak historikus csúcsra emelkedtek, ami a növekedési és az inflációs kilátásokra nézve egyidejűleg jelent negatív kockázatot. A fejlett országokban az inflációs folyamatok az elmúlt időszakban kedvezően alakultak, előretekintve azonban az olajár emelkedése mellett az élelmiszerárak világszerte tapasztalt növekedése is az inflációs várakozások emelkedéséhez vezethet, ami viszont csökkentheti a jegybankok monetáris politikai mozgásterét.

2-4. ábra

Fed-kamatcél, 3 hónapos lejáratú dollár betét és diszkontkincstárjegy hozamalakulása



2-1. keretes írás: Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra

Az amerikai jelzálogpiacról kiinduló, világméretűvé váló bizalmi válság alapja az alacsony amerikai kamatkörnyezet, a likviditásbőség, az emelkedő ingatlanárak és az egyre lazuló hitelezési standardok által fűtött jelzáloghitelezés hitelezési kockázatainak értékpapírosításon keresztüli, világméretű szétterítése volt. A jelzáloghitelek minőségromlásának hatására az értékpapírosított állományok újraárazódtak, jelentős veszteséget okozva ezzel a különböző típusú befektetőknek. Mivel a veszteségek mértéke, és az azokat elszennvedő intézmények köre nem volt, illetve még jelenleg sem ismert teljeskörűen, a pénzpiacokon bizalmi válság alakult ki, mely a kamatszint emelkedéséhez, és a rövid bankközi pénzpiacok kiszáradásához vezetett.

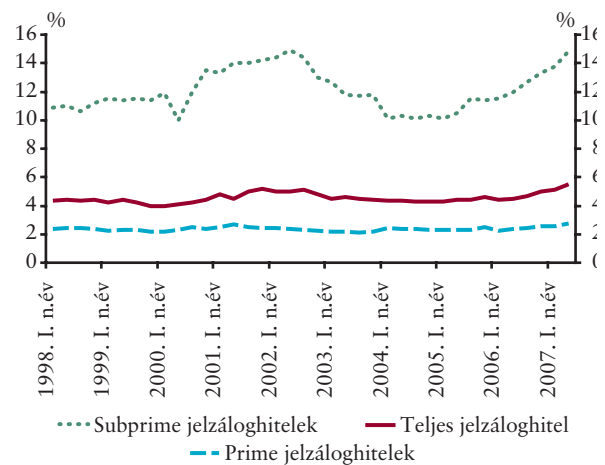
Az amerikai jelzálogpiaci turbulencia még nem ért véget, több okból is az értékpapírosítás alappiacának, a jelzáloghitelek minőségének további romlása valószínűsíthető.

Az első indikátor szerint a 2006-os kibocsátású jelzáloghitelek minőségromlása még nincs potenciális maximumán, annak tetőzése a kibocsátást követő 25–30. hónap körül várható, ami még előttünk áll. További kockázati faktor, hogy az amerikai jelzáloghitelek jelentős része változó-, azon belül is az első átárazódásig kedvezményes kamatozású hitel. Az újraárazódási csúcs 2008 március–áprilisában lesz, ami a magasabb kamatok következtében megemelkedő törlesztőrészek miatt a fizetési képtelenség és a veszteségek további növekedését okozhatja.

A harmadik kockázat az, hogy az értékpapírosított hitelekbe fektetők jelentős része nagy likviditási kitétséggel rendelkezik: rövid lejáratú értékpapírok kibocsátásával finanszírozza hosszú lejáratú eszközeit. Mivel ezen rövid lejáratú eszközök egy része augusztus óta még nem járt le, a likviditási feszültségek és a potenciális veszteségek egy része még nem

2-5. ábra

Fizetési problémákkal rendelkező háztartások aránya USA jelzáloghitelpiacán



Forrás: Mortgage Bankers Association.

került felszínre. Az előző három faktor alapján a turbulencia várhatóan elhúzódik, ami az átláthatatlan csatornákon keresztül további veszteségeket generálhat a befektetők körében, fokozva a bizalmatlanságot.

A hazai bankrendszer az amerikai jelzálogpiaccal szemben nem rendelkezik közvetlen kitétséggel. Ennek következtében az európai és amerikai pénzpiacokon augusztusban tapasztalt zavarok rövid távon érdemben nem befolyásolták a hazai piacokat. A hazai bankok külföldi forrásainak költségét az 1 és 3 hónapos euro bankközi kamatok augusztus

elejétől megfigyelt 35-45 bázispontos emelkedése érintette, annak bankrendszeri marzsot szűkítő hatása viszont nem volt számottevő.

A hazai bankrendszer tulajdonosai döntően a turbulenciáknak kitett piacokon működő európai és amerikai bankok. A külföldi bankközi piacokon elhúzódó, tartós, esetleg mélyülő bizalmi válság a pénzügyi stabilitást hosszabb távon kettő csatornán keresztül érintheti kedvezőtlenül. Kiemeljük, hogy ezen csatornákon jelenleg a hazai bankrendszer és gazdaság nem szembesül számottevő kockázatokkal, nincs jele annak, hogy ezek a közvetett hatások érdemben befolyásolnák a pénzügyi stabilitást.

Az első csatorna a likviditási kockázatok emelkedése, mely egyrészt a külföldi források árának növekedésén, és/vagy a tartósan kiszáradó bankközi piacok miatt megnövekvő forrásmegújítási kockázaton keresztül hathat.

A hazai bankok az elmúlt években egyre növekvő mértékben kényszerültek külföldi források bevonására, mivel a háztartási hitelezés növekedését a hazai megtakarítások nem tudták finanszírozni. A külföldi források többsége a saját anyabanktól érkezik a hazai leányokhoz, de az egyéb külföldi forrásbevonás is bővült. A bankrendszerben a külföldi devizaforrások és a kihelyezett devizahitelek mintegy 70 százaléka 3 hónapon, illetve 80-90 százaléka 6 hónapon belül árazódik át. Így a kockázati prémiumok emelkedése miatt tartósan drágábbá váló forrásköltségek viszonylag gyorsan átgűrűznek a hazai bankszektoron, miközben a bankrendszer ezen költségeket képes viszonylag gyorsan továbbhárítani az ügyfelekre. Amennyiben a bankok ezt megteszik, akkor az emelkedő törlesztőrészeket követően a portfólió minősége negatív irányba változhat, míg ha az erős verseny arra kényszeríti őket, hogy ne vagy csak részlegesen érvényesítsék a hitelkamatokban az emelkedő

forrásköltségeket, az a marzsuk szűküléséhez és ezen keresztül jövedelmezőségük romlásához vezethet. A forrásköltségek emelkedése a belső nem pénzügyi vállalatokat a bankrendszerrel függetlenül is eléri, mivel azok teljes hitelállományának közel a fele közvetlenül külföldről származik, az ezen a csatornán beszűrődő költségnövekedés a szektor hatékonyságát ronthatja, növekedési kilátásait csökkentheti.

A likviditási kockázatok növekedésének másik következménye a források megújítási lehetőségének a beszűkülése lehet. Amennyiben az anyabankok közötti bizalmi válság tovább növekszik, az a külföldi bankközi piac tartós kiszáradásához vezethet, ami nehezebbé teszi a lejáró külföldi források pótlását, megújítását. A megújítási kockázatokat mérsékelheti, hogy a bankrendszer külföldi forrásainak nagy része a külföldi tulajdonosoktól származik, akik a szűkösebb források újraelosztása során vélhetően előnyben fogják részesíteni hazai leánycégeiket, mivel azok kiemelkedően jövedelmezőek.

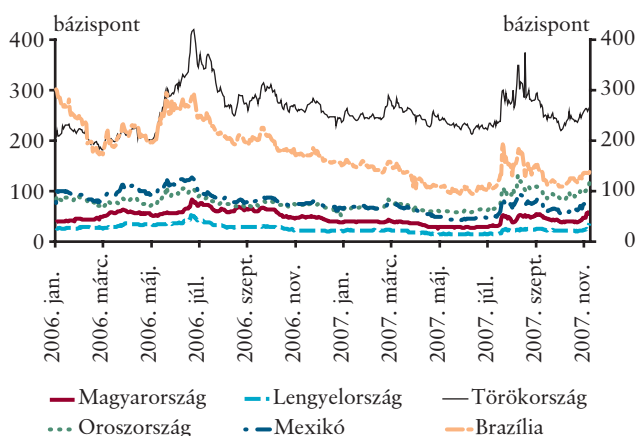
A második csatorna az amerikai, illetve európai piacokon kialakuló „credit crunch” szituáció kialakulása lehet. Empirikus tapasztalatok alapján ez azt jelenti, hogy amennyiben a bankok jelentős veszteségekkel szembesülnek, kockázatvállalási hajlandóságukat csökkentik, jelentősen szigorítják hitelezési feltételeiket és magasabb kockázati felárak mellett nyújtanak hitelt. Ennek következtében a gazdasági növekedési ütem csökkenésének az esélye megnő. Az amerikai, illetve európai piacon esetleg kialakuló „credit crunch” a hazai piacokra két módon hathat. Egyrészt a külföldi piacok csökkenő növekedési dinamikája visszavetheti a hazai gazdaság teljesítőképességét, másrészt ezt a hatást erősítheti, hogy az anyabanki kockázatkerülés erősödése és a hitelezési feltételek szigorítása a hazai leánybankok hitelezési aktivitását is csökkentheti, hazai „credit crunch” kialakulását előidézve. A két hatás együttesen a hazai gazdaság növekedési kilátásait kedvezőtlen irányba módosíthatja.

A globális pénzügyi környezet romlása a korábbi időszakokhoz viszonyítva kisebb mértékben érintette a feltörekvő piacokat. A kockázatos eszközök iránti kereslet nyár végén bekövetkezett mérséklődése ugyan ezekre a piacokra is kedvezőtlenül hatott, azonban a negatív hatás mérsékelt és átmeneti volt. Októberben már számos feltörekvő piaci részvényindex és devizaárfolyam historikus csúcsra emelkedett. A feltörekvő piacok viszonylagos stabilitása mögött számos tényező húzódik meg. Egyrészt a nemzetközi befektetői környezet romlását a fejlett piacokról (amerikai másodlagos jelzálogpiac) kiinduló sokk váltotta ki, másrészt a korábbi turbulens időszakokhoz képest a feltörekvő gazdaságokat jelenleg kedvezőbb fundamentális helyzet jellemzi. Előretekintve is elmondható, hogy piaci vélemények szerint, amennyiben a pénzügyi problémák a közeljövőben is a fejlett piacokról indulnak ki, akkor az említett gazdaságok a korábbiaknál ellenállóbbak lehetnek a negatív sokkokkal szemben.

A hazai eszközárak az augusztusi visszaesést követően október elejére az eladási hullámot megelőző szintekre emelkedtek vissza. A többi feltörekvő piachoz hasonlóan a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának emelkedése ebben az időszakban a magyar befektetéseket is felértékelte. A különböző kockázati indexek alakulása arra utalt, hogy a befektetők egyre inkább különbséget tettek a kockázatos eszközök között aszerint, hogy azokat mennyiben érintették közvetlenül az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piac problémái. A legjobb minősítésű amerikai és európai vállalati hitelek kockázatmentes hozam feletti felárai a nyár végi jelentős megugrást követően októberben csak kismértékben mérséklődtek. Ezzel szemben egyes feltörekvő piaci országok szuverén adósságának hitelkockázatát mérő credit default swap (CDS-) felárak októberre a júliusi szintek közelébe csökkentek. A novemberben ismételt kedvezőtlenebbé váló pénzügyi környezetben is hasonló befektetői magatartást lehetett megfigyelni. A fejlett piaci vállalati hitelfelárak a nyári végi szintek fölé emel-

2-6. ábra

10 éves lejáratú CDS-felárak alakulása néhány feltörekvő piaci országban

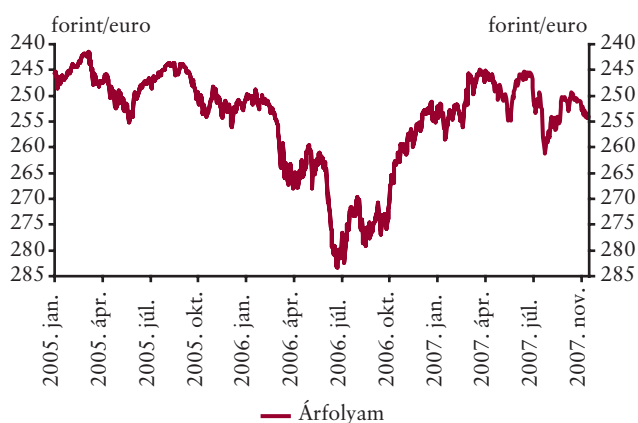


kedtek, míg a feltörekvő piaci CDS-felárak emelkedése mérsékeltebb volt.

Október második felétől kezdődően azonban megállt a hazai eszközárak emelkedése, miközben a régió és a feltörekvő piacok felértékelődése tovább folytatódott. A forint árfolyama október második felében szűk sávban mozgott az euróval szemben, míg a novemberi romló pénzügyi környezetben kismértékben gyengült. Az elmúlt másfél hónapban a cseh és szlovák koronánál, valamint a lengyel zlotyval szemben is leértékelődött a forint árfolyama.

2-7. ábra

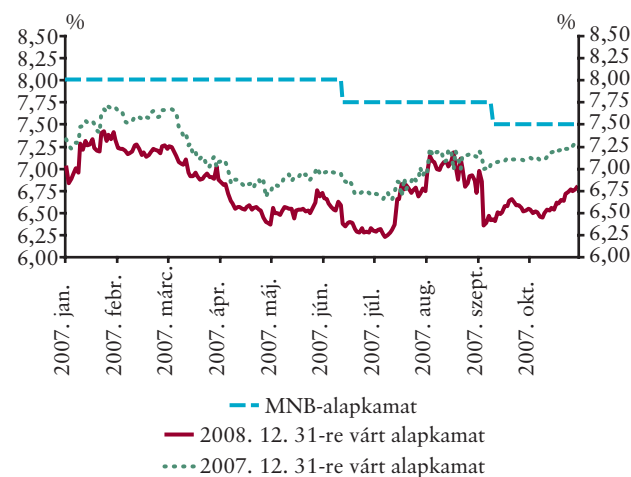
A forintárfolyam alakulása



A jegybank kamatdöntései nem okoztak meglepetést a piacon, az irányadó kamat az augusztusi jelentés megjelenése óta 25 bázisponttal, 7,5 százalékra mérséklődött. A rövid távú kamatsökkentési várakozások az elmúlt hónapokban viszonylag stabilak maradtak, ugyanakkor az elmúlt 3 hónapban az augusztusi jelentés megjelenésekor 3 hónapos időtávra várt összesen 50 bázisponttal szemben 25 bázispontnyi kamatsökkentésre került sor. A piaci szereplők várakozásai szerint a kamatsökkentési ciklus az elkövetkező időszakban is folytatódni fog, 3 hónapos időtávon 25–50 bázispontnyi monetáris lazításra számítanak. A 2008 végéig várt kamatsök-

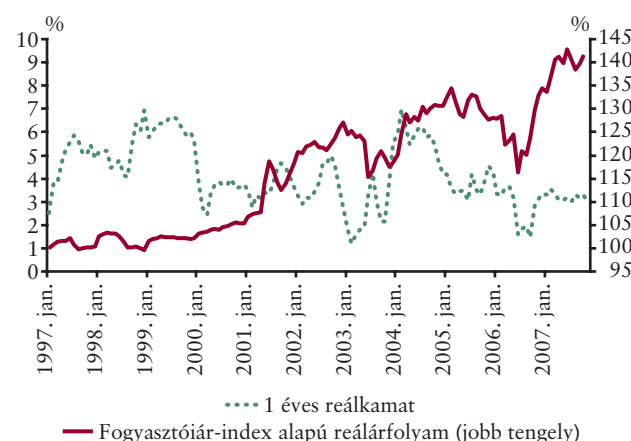
2-8. ábra

A jegybanki irányadó kamatra vonatkozó várakozások



2-9. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



kentési várakozások ugyanakkor szeptember közepén számottevő mértékben erősödtek, ami mögött a Fed szeptember közepi, a várakozásokat meghaladó kamatcsökkentése állhat. Ezekben a napokban a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának az emelkedése az 1 évnél hosszabb lejáratú hozamok mérséklődését okozta. Novemberben ezzel szemben a kamatcsökkentési várakozások mérséklődtek, ami mögött a vártnál magasabb októberi inflációs adat és a kedvezőtlenebbé váló nemzetközi befektetői környezet állhat. A hozamgörbe jelenleg 2008 végére 6,75 százalékos jegybanki irányadó kamatot jelez, ami összességében 75 bázispontnyi kamatcsökkentést jelent az elkövetkező bő egyéves időtávra.

Összességében a nominális árfolyam oldaláról a monetáris politikai irányultsága nem változott érdemben az augusztusi jelentéshez képest. A reálárfolyam nagyrészt a forintárfolyam 250 forint/eurós szintekre történő visszaerősödése, kisebb

részt az inflációs különbözet következtében felértékelődött. A piaci szereplők rövid és középtávon is a forintárfolyam 250 forint/eurós szintek melletti stabilizálódására számítanak.

Az 1 éves reálkamat szintje augusztus óta az elmúlt évekre jellemző 3 százalékos szint körül mozgott. A tavalyi fiskális kiigazítás bejelentését követően, az inflációs várakozások emelkedése következtében az előretekintő 1 éves reálkamat az év közepére 1 százalék közelébe mérséklődött. A tavalyi év második felétől kezdődően azonban az inflációs várakozások mérséklődése meghaladta a hozamok mérséklődését, így a reálkamat 3 százalék közelébe emelkedett vissza. Augusztust követően ugyan az inflációs várakozások mérséklődése megtorpant, ami az 1 éves hozamok enyhe mérséklődésével együtt az előretekintő reálkamat minimális mértékű csökkentését okozta, a 3 százalék körüli szint azonban továbbra is közel esik az elmúlt évekre jellemző átlagos reálkamathoz.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





3.1. Az alappálya

Az inflációs jelentésekben bemutatott előrejelzések hosszú távú közgazdasági összefüggései nem változtak jelentősebben az elmúlt negyedévekben, a rövidebb távú kilátások azonban kedvezőtlenebbé váltak.²³

A 2006-os kormányzati intézkedések egyszeri inflációs és növekedési hatásainak kifutásával fokozatosan a hosszú távú egyensúlyi pályához közelít a gazdaság. Ennek keretében javulnak a fenntarthatósági mutatók, tovább fog csökkenni az infláció és a következő években a gazdaság növekedése is élénkülni fog az idej mélypontról.

Előretekintve az inflációcsökkenéshez jelentős mértékben járul hozzá a tartósan negatív kibocsátási rés. Ez a hatás egyrészt a kapacitásoktól elmaradó keresleten keresztül érvényesül, másrészt a munkapiacra is a fegyelmesebb béralakulás irányába mutat.

Az elmúlt egy évben folyamatos költségsokkok érték a magyar gazdaságot, ami a hosszabb távú inflációs kilátásokat is elbizonytalaníthatja. Értékelésünk szerint az inflációs várakozások megemelkedése tekinthető a legfontosabb alappálya körüli kockázatnak, különösen a magyar gazdaság magas inflációs múltja miatt. Az utóbbi hónapokban e kockázat tovább nőtt, mivel újabb jelentős ársokk, meredek áremelkedés kezdődött a mezőgazdasági termékek széles körében, ami a következő hónapokban további inflációs hatással fog járni.

Mindezek alapján az alacsony növekedéssel és magas inflációval jellemezhető kiinduló helyzetből javulásra számítunk, annak üteme azonban – különösen az infláció tekintetében – a korábban vártnál elnyújtottabb lehet. Így a jövő évi átlagos infláció jelentősen meg fogja haladni az inflációs célt, 2009-re azonban már az alappályában a céllal megegyező inflációt várunk, viszont még határozottabbak lettek a teljes előrejelzési horizonton a magasabb infláció irányába mutató kockázatok.

Negatív kibocsátási rés 2009 végéig

A 2009-ig várt reálgazdasági pályát tekintve az elmúlt hónapokban a némileg alacsonyabb növekedés irányába mozdultunk el. A tavalyi kormányzati kiigazítás belföldi keresletcsökkentő hatása előretekintve egyre kisebb szerepet fog játszani a gazdasági folyamatokban; ennek ellenére nagyon látványos élénkülés az idej mélypont után sem várható az előrejelzési horizonton. Jövőre 2,4 százalék lehet a növekedés

üteme, de még 2009-ben is alig fogja meghaladni a 3 százalékot.

A belföldi kereslet visszaesésének időszakában a gazdasági növekedés domináns forrása az export. Az exportdinamika az erős külső keresletnek köszönhetően előrejelzési horizontunkon végig erős, 10 százalék feletti maradhat, de 2009-ig fokozatosan lassulni fog az idej évré várt 15 százalékos növekedési ütemhez képest. Előrejelzésünkben már figyelembe vettük a nyári globális pénzügyi turbulencia miatt borúlátóbb nemzetközi növekedési kilátásokat is. A legfrissebb nemzetközi prognózisok alapján jelenleg úgy ítélik meg, hogy a magyar export szempontjából meghatározó európai piacokra csak korlátozott hatást fog gyakorolni az USA jelzálogpiacáról kiinduló lassulás, így a magyar gazdaság exportkilátásait sem fogja jelentősebben rontani. Mindazonáltal az alappálya körüli kockázatok értékelésekor jelentős súllyal vettük figyelembe a markánsabb globális lassulás hatását.

A háztartási reáljövedelmek 2008-tól meginduló növekedése alapján a következő két évben a fogyasztás fokozatos élénkülésével számolunk. Előrejelzésünket – eddigi gyakorlatunkkal összhangban – a fogyasztásmérés jellemzi. Ahogy idén a jövedelemcsökkenésnél kisebb mértékben esik vissza a fogyasztás, úgy előretekintve a jövedelemnövekedésnél csak kisebb ütemben fog emelkedni 2009-ig. A háztartások magatartásának elemzésekor fontos azt is figyelembe venni, hogy a fogyasztásmérés csak a vásárolt fogyasztásra terjed ki, a teljes fogyasztás közel negyedét kitevő természetbeni társadalmi juttatások – egészségügyi ellátás, közoktatás, ártámogatások – esetében a dinamikát döntően befolyásolják az állami reformintézkedések. Jövőre a természetbeni társadalmi juttatások körében az idej 8 százaléknál sokkal kisebb, 2 százalék körüli visszaesssel számolunk, és 2009-ben már némi növekedést várunk.

A beruházási kilátások jelentősen eltérnek az egyes szektorok (vállalatok, háztartás és állam) esetében. Az exportorientált vállalatok beruházása a következő években is viszonylag élénk maradhat, de feltehetőleg nem fog fennmaradni az első félévben látott, főként egyedi hatások által okozott kiugróan magas növekedési ütem. A feldolgozóipari vállalatok beruházásait egyrészt támogatja a jelenleg erős külső kereslet, illetve a magas kapacitáskihasználtság. Másrészt azonban a külső konjunktúra kilátásai előretekintve kedvezőtlenebbek, ezzel párhuzamosan az exportorientált vállalati kör is várhatóan lassabb ütemben bővíti beruházásait, mint arra

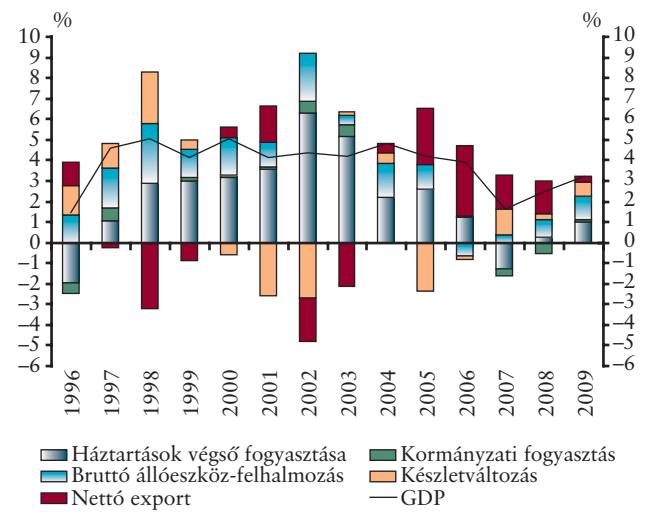
²³ Előrejelzésünk készítéséhez felhasznált információk beérkezésének határideje november 16., nap vége volt.

korábban számíthattunk. A nemzetközi pénzügyi bizonytalanság nyomán emelkedő globális kamatfelárak a vállalatok tőkeköltség-emelkedéséhez vezethetnek, ami ugyancsak a beruházási aktivitás mérséklésének irányába hat. Emellett a gazdasági környezet általános bizonytalanságai továbbra is negatív hatást gyakorolnak a beruházási kedvre a vállalati szektor egészében, melyet az üzleti bizalmi felmérések is összességében alátámasztanak (l. 1.1. fejezet). A szolgáltatószeletor ráadásul határozottan gyenge belföldi kereslettel szembesül és a lassan javuló jövedelemkilátások miatt a háztartások körében sem várunk érdemi gyorsulást 2009-ig. A kvázifiskális beruházási tevékenységek (közszolgáltatások, infrastruktúra stb.) esetében a bővülő uniós támogatások a beruházási dinamika erősödését támasztják alá, amelynek mértéke körül azonban igen nagy a bizonytalanság. Ugyanakkor az EU-támogatásoknak az összberuházási teljesítményre gyakorolt hatását korlátozza az a tény, hogy ezen támogatások egy része csupán az egyébként is megvalósuló beruházásokat finanszírozza.²⁴ A szűk állami körben (közigazgatás, önkormányzatok) várhatóan alacsony lesz a beruházási dinamika, azaz az EU-s pluszforrások bizonyos mértékben feltehetőleg a költségvetési forrásokat fogják helyettesíteni. Mindezek eredőjeként a nemzetgazdaság egészének bruttó állóeszköz-felhalmozásában mérsékelt, de fokozatosan növekvő dinamikára számíthatunk.

A belföldi kereslet fokozatos élénkülése, és a külső konjunktúra enyhe lassulásának eredőjeként a nettó export növekedé-

3-1. ábra

GDP növekedés és hozzájárulások



si hozzájárulása csökkenni fog, és 2009-ben már a belföldi komponensek fognak meghatározó szerepet játszani a növekedésben. A 2009-es kilátásokkal kapcsolatban fontos azonban megemlíteni, hogy a növekedés főbb tényezőinek – beruházások, munkaerő tartalékok, technológiai fejlődés – visszafogott dinamikáját vizsgálva még hosszabb távon sem látjuk a korábbi évek átlagának megfelelő, 4 százalékos körüli növekedés forrásait.

3-1. keretes írás: Kibocsátási és fogyasztási rés

A keresleti oldalhoz köthető inflációs hatásokat a kibocsátási résen keresztül ragadja meg a legtöbb közgazdasági modell. Ha visszaesik a kereslet, a potenciális ütemtől elmaradóan bővül egy gazdaság (negatív válik a kibocsátási rés), akkor szabad kapacitások – munkanélküliség, ki nem használt tőke – alakulnak ki, melyek előretételek fékeznek az ár- és béremeléseket egészen addig, amíg újra el nem éri a gazdaság a termelési tényezők teljes kapacitáskihasználtságát. Az egyensúlyhoz, a potenciális kibocsátási szinthez való visszatérést az alacsonyabb inputköltségek segítik elő, lehetővé téve a termékek árainak csökkentését, vagy kisebb ütemű emelését. Így az élénkülő kereslet a volumen, a termelés bővüléséhez vezet.

Az elméleti összefüggés gyakorlatba való átültetése során azonban jelentős bizonytalansággal kell szembenézni. A fő nehézséget a potenciális növekedés mérése jelenti, ennek kezelésére két alternatíva merül fel. Az egyik megoldási lehetőség idősoros technikák alkalmazása.

E megközelítésben a hosszú távú trend tekinthető a potenciális növekedési ütemnek, és az ettől vett eltérés adja meg a kibocsátási részt. Fontos megjegyezni, hogy a trend becslése igen érzékeny az utolsó periódusban megfigyelt értékekre, azaz a jelenlegi alacsony növekedési ütemek a trendet is szignifikánsan csökkentik. Másik lehetőség a termelési függvényből kiindulva közgazdasági változókkal, a termelési tényezőkkel megmagyarázni a potenciális növekedési ütemet. A gyakorlatban az is gyakori, hogy nem a teljes GDP-ből indulnak ki, hanem a belföldi inflációs folyamatok szempontjából legfontosabb komponensből, a fogyasztási résből.

Az inflációs előrejelzéseink készítésekor a becslési bizonytalanságok miatt több megközelítést alkalmazunk. A szimultán makrogazdasági modell (NEM) esetében egy korábbi becslésünkől indultunk ki, eszerint a termelési tényezők bővülése és a technológiai fejlődés alapján 3,5-4 százalékos között van potenciális növekedési ütem. Ebből adódóan

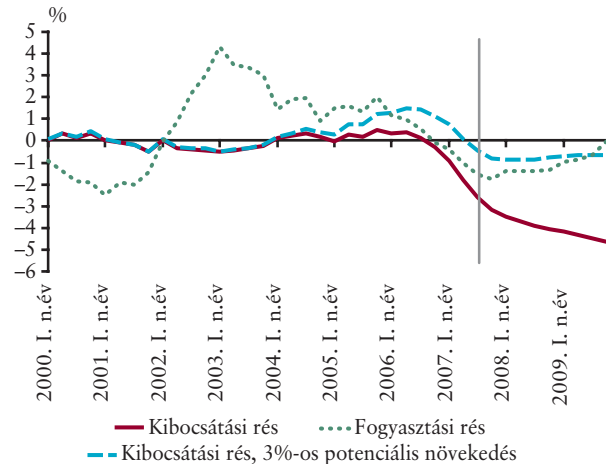
²⁴ Erre utal az EU-tól érkező beruházási támogatások felhasználásával kapcsolatos nemzetközi tapasztalatok egy része is, amelyről az MNB 2006. decemberi *Elemzés a konvergenciafolyamatokról* c. kiadványának 3. fejezetében írtunk.

előrejelzési horizontunkon végig negatív a kibocsátási rés. Az utóbbi évek jobbra kedvezőtlen folyamatai – visszafogott beruházások, a technológiai fejlődés lassulása – alapján készített újabb becslések szerint azonban nem zárható ki, hogy 3% közelébe lassult a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme. Ebben az esetben a negatív kibocsátási rés sem nyílik ki annyira, mint magasabb növekedés esetén. Költségoldali inflációs előrejelzési rendszerünkben pedig Hodrick–Prescott filterrel becsljük a trendet, itt azonban nem a teljes kibocsátási részt használjuk, hanem a fogyasztási részt. Ez utóbbi módszer fokozatosan záruló fogyasztási részt jelez előre, így 2009-ben már csökken a dezinflációs hatása.

Összefoglalva elmondható, hogy a jelenlegi makrogazdasági helyzetben fontos előrejelzési kérdés a kibocsátási rés, és dezinflációs hatásának számszerűsítése, amely témában jelentős a becslések bizonytalansága. E bizonytalanság miatt indokoltnak tartjuk, hogy mindez az alap-pálya körüli kockázatokban is megjelenjen.

3-2. ábra

Becsült kibocsátási és fogyasztási rés



Ami a rövidebb távú kilátásokat illeti, 2007 második felében várjuk a konjunktúraciklus fordulóját, előrejelzésünk szerint a III–IV. negyedévtől már fokozatos élénkülést fognak mutatni a rövid bázisú indexek. A konjunktúraciklus közelgő fordulópontját támasztja alá a III. negyedéves előzetes adat, illetve erre utalnak a legfrissebb kiskereskedelmi értékesítési adatok is – különösen a tartós fogyasztási cikkek körében. A ciklusfordulóval kapcsolatos bizonytalanságot növeli azonban a részletes készletstatisztikákban látható kereskedelmi készletek magas szintje, mely a termelők által vártnál gyengébb keresletre utal. Értékelésünk szerint mindez előrejelzési horizontunkon dezinflációs hatással járhat a borúlátó értékesítési várakozások teljesülése esetén.

Elnyújtottabb béralkalmazkodás a magasabb 2008-as infláció miatt

Az elmúlt negyedévekben előrejelzéseinkben nagy súlyt fektettünk a munkaerő-piaci folyamatok elemzésére, kulcskérdésnek tekintettük a munkapiaci alkalmazkodást a 2006-os sokkokhoz. Korábbi képünkhöz hasonlóan most is úgy látjuk, hogy 2008–2009-ben számottevő béralkalmazkodásra lehet számítani, és az előrejelzési időszak végére a bérdinamika már összhangban lesz az árstabilitáshoz közeli inflációs pályával. Alappályánk kialakításakor nem számoltunk koordinációs problémával a munkapiacra, a várakozásokból fakadó kockázatok a kockázatértékelésben vettük figyelembe.

Bérelőrejelzésünk kiindulópontja, hogy az elmúlt egy évben a versenyszektorban megfigyelt igen magas bérindexek csak részben köthetőek a kifehéredéshez, a közgazdasági folyamatok szempontjából releváns, „valós” bérdinamika is ma-

gas. Mindez a vállalati szektor egészében a mérsékelt ár-emelkedésekkel együtt a profitráta csökkenéséhez vezetett. A profitcsökkenés az egyes ágazatokat igen eltérően érintette, ezért előretekintve is eltérő alkalmazkodási pályához fog vezetni.

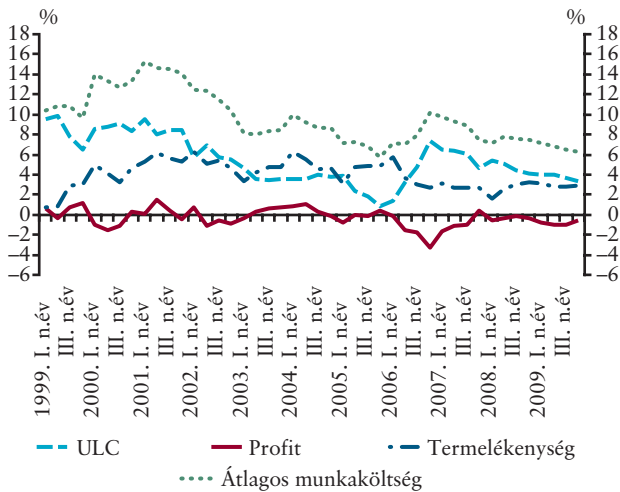
A feldolgozóiparban az élénk külső konjunktúra alapján a következő években is magas termelékenységnövekedéssel számolunk. A várt enyhe külső lassulással összhangban a nominális bérek dinamikája is mérséklődni fog, így összességében a fajlagos bérköltség nem fog emelkedni előrejelzési horizontunkon. Számításaink szerint a feldolgozóiparban az elmúlt egy évben sem csökkent a vállalatok profitrátája, és előretekintve is a munkaerőn elért profit stagnálását várjuk. A piaci szolgáltatások körében az alacsony termelékenységnövekedés miatt nagyobb fajlagos bérköltség-emelkedéssel számolunk, de annak üteme a nominális bérekkel együtt fokozatosan csökkenhet 2007 második felétől, és a 2009-re már 7 százalékos alatti lehet a bérdinamika. Ennek oka, hogy a piaci szolgáltatások körében visszafogott áralakulást várunk a gyenge kereslet miatt, és fegyelmezőerőt fog jelenteni a profitráta várakozásunk szerint megkezdődő korrekciója is. Az ágazati profitráta a várt emelkedés ellenére még 2009-ben sem fogja elérni azt a szintet, amit az erős belső kereslettel jellemezhető években figyelhetünk meg.

A versenyszféra egészében nagyobb munkapiaci alkalmazkodásra lesz szükség, mint ami a két legnagyobb súlyú ágazat – a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások – alapján adódna. Ennek magyarázata, hogy a nagy visszaesést mutató kisebb súlyú ágazatokban (építőipar, mezőgazdaság) a gyenge termelési kilátások miatt a profitráta további romlásával számolunk, így

3-3. ábra

A versenyszektor fajlagos munkaköltségének összetevői

(negyedéves adatok, éves változás)



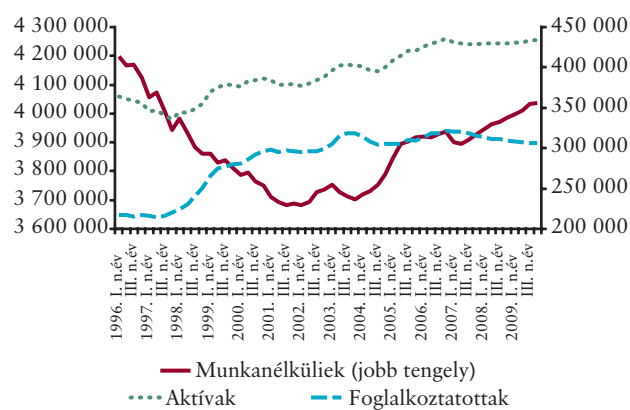
ezen ágazatokban még nagyobb lesz a nyomás az ár-, bér- és létszám-alkalmazkodásra.

Mindezek alapján összességében továbbra is azt várjuk, hogy 2009-ben 7 százalék alá lassulhat a versenyszektorban a bér-dinamika, de a jövő évre várt magasabb inflációs pálya miatt a korábbiaknál elnyújtottabb béralkalmazkodást várunk²⁵, így 2009-ben mérséklődhet jelentősebben a bérek növekedési üteme. Az állami szektorban közgazdaságilag az eredmény-szemléletű adatok tekinthetőek irányadónak, mely kiszűri a 13. havi juttatás évek közötti eltolásának hatását. A 2008-as költségvetési törvénytervezet alapján eredmény szemléletben az idei jelentős jövedelemcsökkenést követően jövőre már kisebb reáljövedelem-csökkenés lesz a közszférában. 2009-ben

3-4. ábra

Létszámalakulás a versenyszektorban

(LFS-statisztika, szezonálisan igazított negyedéves adatok)



²⁵ A korábbiaknál magasabb bérprognózist támasztja alá a Hewitt tanácsadó cég felmérése is, mely szerint a cégek hasonló nagyságrendű béremeléseket terveznek, mint a 2007-ben megvalósult tény. Emellett a bérek alakulását magyarázó frissített modellbecsléseink is a korábbiaknál lassabb béralkalmazkodást prognosztizálnak.

pedig a legfrissebb információk szerint az állami szektorban is növekedhet a reálbér.

Ami a munkapiaci alkalmazkodás másik ágát, a létszámalakulást illeti, a versenyszektor egészében enyhén csökkenő foglalkoztatottságot várunk, amit elsősorban a kisebb ágazatok jelentősebb leépítései okozhatnak.

Rövid távon magasabb lesz, 2009-re a cél köré lassulhat az infláció

Az októberi átlagos monetáris kondíciók fennmaradása, illetve további feltevéseink teljesülése esetén 2009-ben a középtávú cél szintjére süllyedhet az infláció. Az infláció csökkenése azonban korábbi várakozásainknál lassabb lehet, így jövőre még a célnél szignifikánsan magasabb, 5 százalékos infláció várható.

Az inflációt meghatározó főbb közgazdasági összefüggések tekintetében nem változott a képünk. A gyenge belső kereslet, a negatív kibocsátási rés a teljes előrejelzési időszakon az infláció csökkenésének irányába mutat. A már említett munkapiaci alkalmazkodásból fakadóan annak ellenére sem számolunk számottevő arányomással, hogy a nominális bérek növekedési üteme a korábban vártnál magasabb lehet a jövő évben.

Az infláció pályáját jelenleg a közgazdasági összefüggéseken túl számos egyedi hatás is jelentős mértékben befolyásolja. Az őszi hónapokban kiesett az éves árindexekből a tavalyi kormányzati árintézkedések hatása, ami önmagában az infláció mintegy 2,5 százalékpontos csökkenését okozta. Az elmúlt hónapokban kibontakozott új sokk, a mezőgazdasági termelői árak globálisan megfigyelhető megugrása azonban rövid távon mérsékelte a csökkenést. Előrejelzési horizontunkon az inflációs kilátások szempontjából az egyik legfontosabb kérdés, hogy a most látható élelmiszerár-sokk hosszabb távon milyen hatással fog járni az árszintre. Másiként fogalmazva fontos kérdés annak eldöntése, hogy a jelenlegi áremelkedés mekkora része marad tartós, illetve mekkora része tekinthető átmenetinek.

A fogyasztói kosár többi eleméhez képest az élelmiszerárak volatilitása nagyon magas, ezért hosszabb távú előrejelzése szükségyszerűen bizonytalanabb. A meglévő bizonytalanság ellenére most úgy ítéljük meg, hogy az előző negyedévi előrejelzésünkben feltételezettnél nagyobb lehet az áremelkedés tartós komponense. Egyrészt a határidős tőzsdei terményárak is jelentős mértékben tovább emelkedtek az őszi folyamán, másrészt a bioüzemanyagok terjedése, a feltörekvő országok

3-1. táblázat
Az inflációs előrejelzés alappályája

	Súly	2007 I. n.év	2007 II. n.év	2007 III. n.év	2007 IV. n.év	2008 I. n.év	2008 II. n.év	2008 III. n.év	2008 IV. n.év	2009 I. n.év	2009 II. n.év	2009 III. n.év	2009 IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,6	16,1	9,3	12,3	18,8	13,9	8,6	2,3	-3,5	-0,5	3,8	4,1	3,8
Járműüzemanyag és piaci energia	6,7	2,3	0,6	-2,1	6,5	9,1	2,5	0,5	-2,1	-2,2	-1,2	-1,1	-1,0
Szabályozott árak	21,5	15,3	17,6	15,6	10,1	7,1	6,7	6,5	6,1	4,4	3,7	3,7	3,9
Maginfláció	66,2	6,4	6,7	5,9	5,0	5,1	5,0	4,7	3,8	3,5	3,2	3,0	2,9
Fogyasztóiár-index	100,0	8,5	8,6	7,7	6,9	6,3	5,4	4,6	3,5	3,1	3,0	3,0	2,9
Éves átlag													
Maginfláció			6,0				4,6				3,1		
Fogyasztóiár-index			7,9				5,0				3,0		

növekvő élelmiszerimportja miatt – a kínálat alkalmazkodása ellenére is – hosszabb távon erős áremelkedési trenddel számolnak a főbb előrejelzési intézetek. Mindezek ellenére előrejelzésünkben augusztushoz hasonlóan azzal számolunk, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje 2008 II. felében csökkenni fog, így az élelmiszeráraknak jelentős szerepe lesz a 2008 második felétől várható inflációcsökkenésben.

Az élelmiszereken túl az energiaárak is – elsősorban a villamos energia áremelkedése miatt – a korábban vártnál tartósabb árnyomást jelentenek. A fogyasztóiár-indexben közvetlenül megjelenő háztartási villanyáram a szabályozott árak körébe tartozik, a vállalati költségeket azonban a liberalizált piacon emelkedő árak fogják befolyásolni, ami áttételesen a fogyasztóiár-indexben is tükröződni fog.

3-2. keretes írás: Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest
Tovább növekvő mezőgazdasági árak, villamosenergiaár-emelések és a lassabb béralkalmazkodás miatt magasabb előrejelzés

A hosszabb ideje követett előrejelzési gyakorlatunknak megfelelően feltevéseink között készítettünk. Alapfeltevéseink között fix október havi átlagos devizaárfolyamokat (forint/euro, dollár/euro), alapkamatot és hosszú hozamokat vettünk alapul, illetve az októberi átlagos határidős

olajpályát használtuk fel. A forint/euro októberi átlagos árfolyama mintegy 2 százalékkal gyengébb, mint az előző negyedévben használt júliusi átlag. A spot olajárak dollárban számított emelkedését közel el-lensúlyozza a dollár euróval szembeni gyengülése, illetve a határidős olajpályába beárazott csökkenés. Ezen alapfeltevések összességük-ben felfelé mutatnak, de nem indokoltak jelentősebb eltérést az augusztusi előrejelzéshez képest.²⁶

3-2. táblázat
Főbb feltevéseink változása az augusztusi jelentéshez képest*

	2007. augusztus			Aktuális		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Jegybanki alapkamat (%)**	7,75	7,75	7,75	7,5	7,5	7,5
Forint/euro árfolyam	248,6	246,8	246,8	250,8	250,8	250,8
Dollár/euro árfolyam (cent)	135,0	137,2	137,2	1,36	1,42	1,42
Brent olajár (dollár/hordó)	69,6	75,0	73,8	71,0	80,2	77,0
Brent olajár (forint/hordó)	12 793	13 491	13 285	13 018	14 135	13 566

* Éves átlagok, a 2007. augusztusi átlagos árfolyam, illetve határidős olajpályára alapján.

** Év végi értékek.

²⁶ Az október második felében tapasztalt jelentős olajár-emelkedés hatását jobban tükrözi, ha csak az utolsó 10 munkanap átlagával készítjük el az előrejelzést. Ebben az esetben a 2008-as éves átlagos infláció 0,3, 2009-ben pedig 0,2 százalékponttal lenne magasabb, mint az alappályában.

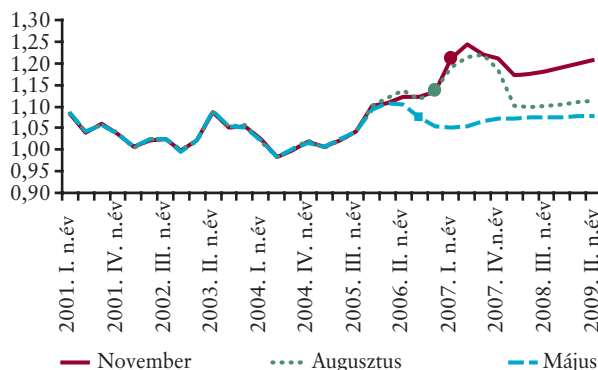
Az elmúlt negyedévben az egyedi hírek közül a jövő évre vonatkozó intézkedésekből a tömegközlekedés és a víz-, csatornadíj hatását kell kiemelni, ezek összességében a 2008-as inflációt 0,1 százalékponttal emelik. Egyedi hírek hiányában a többi tételre szabályalapú előrejelzést adunk, a maginfláció alapján. Ez utóbbi szabályunkat frissítettük az utóbbi évek adatait is figyelembe véve. Ennek nyomán emeltük a szabályozott árakra adott előrejelzésünket, de e váltás inflációs hatása egyik évben sem haladja meg a 0,2 százaléket.

Mint az előző alfejezetben már jeleztük az inflációs pálya emelkedéséhez jelentős mértékben járult hozzá a nagyobb élelmiszerár-emelkedés, ezenkívül meg kell említeni a magasabb fajlagos bérköltség és villamosenergia-ár hatását. Augusztusban úgy számoltunk, hogy a mezőgazdasági ársokk 2008-ban a teljes fogyasztói kosárban mintegy 1 százalékpontos árszintemelkedéshez vezet, majd 2009-ben az árszint 0,3 százalékponttal csökkenhet. Az új információk alapján egyrészt a sokkot is nagyobbban látjuk, és ezt követően is csak kisebb lehet az árszintcsökkenés, és így a deflációs hatás is.

Ami a munkapiaci folyamatok hatását illeti, fontos megjegyezni, hogy az előző előrejelzésünk óta a 2007-es fajlagos munkaköltség-előrejelzésünket némileg megemeltük, mivel korábbi várakozásainkkal ellentétben eddig nem tapasztaltunk a versenyszektorban jelentősebb mértékű lét-

3-5. ábra

Termelői mezőgazdasági árak előrejelzésének változása



szám-alkalmazkodást. Emellett a 2008-as magasabb infláció némileg lassabb béralkalmazkodást valószínűsít korábbi várakozásunkhoz képest.

A liberalizált villamosenergia-piacon a jelenlegi információk szerint tartós áremelkedés várható 2008 januárjától, ami a vállalati szektor költségeit fogja közvetlenül érinteni. Ebben a körben jelenleg a korábbiaknál nagyobb áremeléssel számolunk 2008-ban és 2009-ben is.

3-3. táblázat

Előrejelzéseink változása 2007. augusztushoz képest

	2006	2007		2008		2009	
	Tény	Előrejelzés					
		Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	2,4	5,9	6,0	4,3	4,6	2,7	3,1
Fogyasztóiár-index	3,9	7,6	7,9	4,5	5,0	2,4	3,0
Gazdasági növekedés*							
Külső kereslet (GDP alapon)	3,9	3,4	3,4	3,0	2,9	3,2	2,9
Fiskális keresleti hatás ²	2,6	x	-3,6	x	-0,8	x	-0,1
Lakossági fogyasztás	1,9	-0,9	-2,1	0,2	0,4	1,6	1,6
Memo: Lakossági fogyasztási kiadás	1,4	x	-0,3	x	0,9	x	1,8
Állóeszköz-felhalmozás	-2,1	1,8	1,7	4,5	4,2	5,8	5,5
Belföldi felhasználás**	0,4	-0,2	0,0	1,1	1,2	3,0	3,0
Export	17,9	14,7	15,1	12,4	11,6	11,3	10,3
Import ^{3,4}	12,4	11,9	13,1	10,6	10,3	11,0	10,2
GDP	3,9	2,0	1,6	2,7	2,4	3,4	3,2
Folyó fizetési mérleg hiánya^{3,5,6}							
A GDP százalékában	6,5	x	5,5	x	5,3	x	5,2
Milliárd euróban	5,8	x	5,7	x	5,9	x	6,1
Külső finanszírozási igény^{3,6,7}							
A GDP százalékában	5,7	x	4,3	x	3,3	x	2,8
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,2	x	8,4	x	6,5	x	5,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,7	x	0,4	x	-0,1	x	-0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,4	x	9,7	x	7,7	x	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,9	x	1,1	x	0,0	x	-0,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	4,7	x	7,0	x	4,4	x	3,0
Lakossági reáljövedelem	-1,5***	x	-3,0	x	2,1	x	2,4

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

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

³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló import-szám és a folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint, módszertani váltás miatt az adatok azonban nem közvetlenül összehasonlíthatók a korábban közltekkel.

⁶ A fehéredés hatását is tartalmazó, eredeti KSH-adatok szerint.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Elemzéseink, előrejelzéseink a KSH szeptember 7-i részletes GDP-gyorstájékoztatójának negyedéves adatain alapulnak. Az összefoglaló táblázatban a tényidőszaki volumenváltozásokat is ezen kiadvány adatainak megfelelően tüntettük fel. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az azóta publikálásra került Bruttó hazai termék 2006. évi II. előzetes adata néhány részaggregátum esetében eltér az ezen táblázatban bemutatott értékektől. Ez utóbbiakra azonban nem rendelkezünk negyedéves idősorokkal, így nem tudtuk felhasználni a prognóziskészítés során.

** Előrejelzésünk tartalmazza 2007-re a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

*** MNB-beclés.

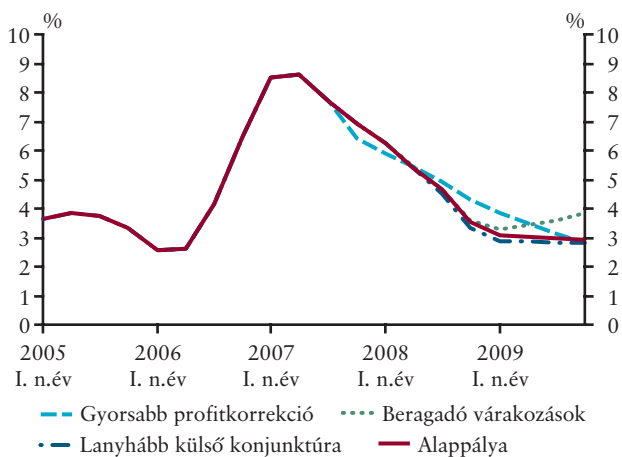
3.2. Kockázatok az alappálya körül

Az inflációs előrejelzés alappályája az általunk legvalószínűbbnek tartott kimenetet mutatja be. Természetesen számos alternatív forgatókönyv képzelhető el, melyek közül az általunk legfontosabbnak tartott ötöt a kockázateloszlásban foglaltuk össze. Az infláció és a növekedés alappályáját, valamint az azokat övező kockázatokat legyezőábrák segítségével mutatjuk be.

Az infláció alakulása szempontjából a legnagyobb bizonytalanságot az jelenti, hogy az árak egyszeri megemelkedése tartósan magasabb inflációs várakozásokhoz vezethet. Ha a munkavállalók nem bíznak abban, hogy az infláció visszatér az árstabilitásnak megfelelő szint környékére, a megfigyelt, magasabb inflációra alapozott bérköveteléssel lépnek fel. Ebben az esetben a nominális bérpálya elszakadhat a termelékenység-növekedéstől, ami a vállalatokat végül nagyobb ütemű áremelésekre kényszerítheti. Tekintettel a sorozatos kínálati és költségcsökkentésekre, valamint azok méretére, jelenleg a második körös hatásokat tartjuk a legnagyobb inflációs kockázatnak, amely elsősorban 2009-es pályát mozdíthatja lényegesen felfelé.

3-6. ábra

Inflációs alappálya és kockázati pályák



Hasonlóan magasabb infláció irányába mutató kockázatot hordoz a vállalatok profitalakulása. Alappályánkban azt valószínűsítettük, hogy az elmúlt időszakban végbement profitromlás megáll, de a korábbi profitszint visszaállítására – a keresletszűkülés miatt – az előrejelzési horizonton még nem kerül sor. Alternatív forgatókönyvünkben egy gyorsabb, erőteljesebb profitkorrekciót feltételezünk, amit létszámleépítéssel és nagyobb áremeléssel hajtanak végre. Megítélésünk szerint ez az alacsonyabb foglalkoztatáshoz és kibocsátáshoz, vala-

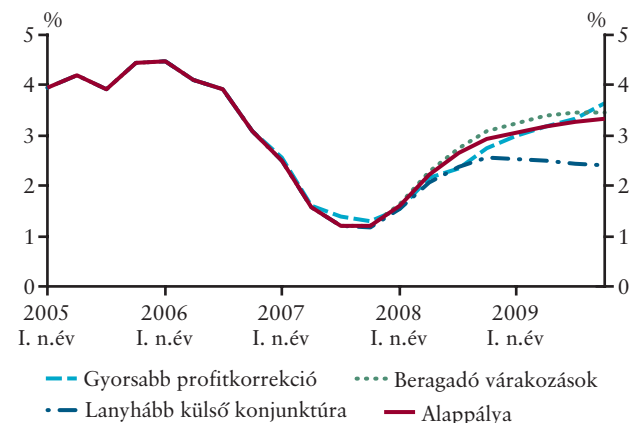
mint magasabb inflációhoz vezető pálya elsősorban 2009-ben jelent reális kockázatot.

Korábbi előrejelzéseinkkel kapcsolatban már többször jeleztük, hogy a fiskális keresletszűkítő intézkedések hatását jelentős bizonytalanság övezi. Egyrészt, nehéz megbecsülni, hogy a kereslet visszaesése milyen mértékben fogja fegyelmelni a vállalatok árképzését. Figyelembe véve előrejelzési módszereinket, látunk némi esélyt arra vonatkozóan, hogy a lassulás dezinflációs hatása az általunk vártnál nagyobb lesz. Másfelől azonban vannak arra utaló jelek, hogy az alacsonyabb GDP-pálya részben tartós, kínálati oldali tényezőkkel magyarázható. Erre utal, hogy egyelőre sem a foglalkoztatás, sem a kapacitáskihasználtság alakulása nem mutat ciklikus lassulásra utaló jeleket. A potenciális kibocsátás visszafogottabb dinamikája mérsékli a dezinflációs hatást. Megítélésünk szerint ezért az alacsonyabb növekedés inflációs következményeit jelenleg szimmetrikus kockázatok övezik, az előrejelzés bizonytalansága azonban emiatt nagyobb.

A növekedés szempontjából kiemelt bizonytalansági tényező a külső kereslet alakulása. Az amerikai jelzálogpiacról nyáron kiindult válság megnövelte az európai és a tengerentúli gazdaság középtávú növekedésével kapcsolatos aggodalmakat. Reális alternatív forgatókönyvként jelent meg, hogy az átárazott kockázatok miatt leértékelődött eszközök a vagyonhatáson keresztül alacsonyabb globális keresletet okozhatnak. Ez közvetlenül visszavetheti a magyar nettó exportot, és közvetetten, a világpiaci nyersanyagárak lassabb növekedésén és alacsonyabb nemzetközi inflációs környezetén keresztül fékezheti a hazai inflációt. Jelenleg ezt a kockázati pályát tekintjük növekedési kilátásaink szempontjából a leginkább releváns-

3-7. ábra

Növekedési alappálya és kockázati pályák

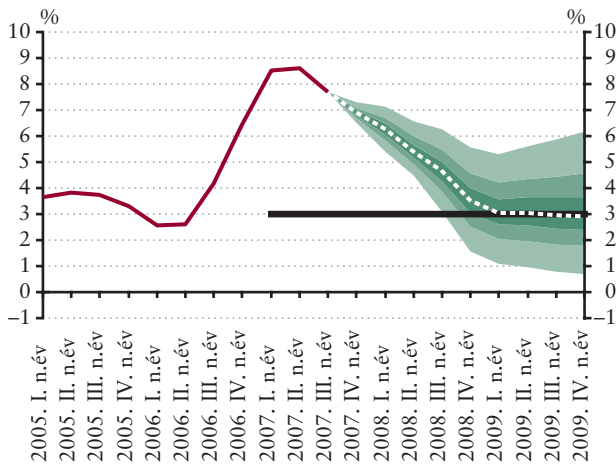


nak, és megítélésünk szerint a GDP-alappályánál alacsonyabb szinthez vezet 2009-ben.

A bemutatott kockázatok 2008-ban az inflációra és a növekedésre nézve összesen közel szimmetrikusak. 2009-ben – első-

3-8. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

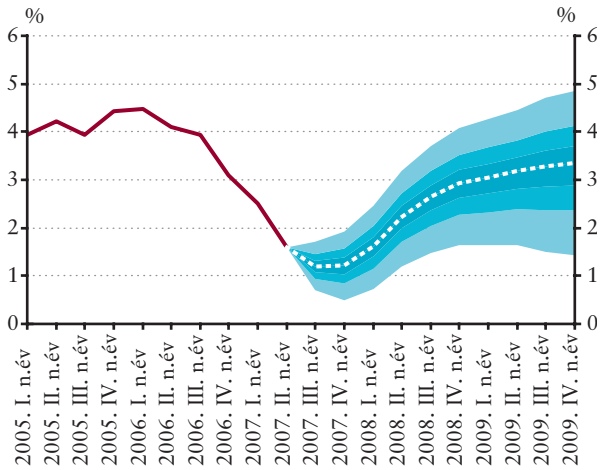


* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módozt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. A 2007-től behúzott folytonos vízszintes vonal a meghirdetett középtávú inflációs célt mutatja.

sorban a várakozások megemelkedésének tulajdoníthatóan – jelentős felfelé mutató inflációs kockázatokat látunk, a gazdasági növekedés ugyanakkor alacsonyabb lehet, amennyiben a külső kereslet és a nemzetközi nyersanyagárak alakulása elmarad az alappályában feltételezettől.

3-9. ábra

A GDP legyezőábrája*



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

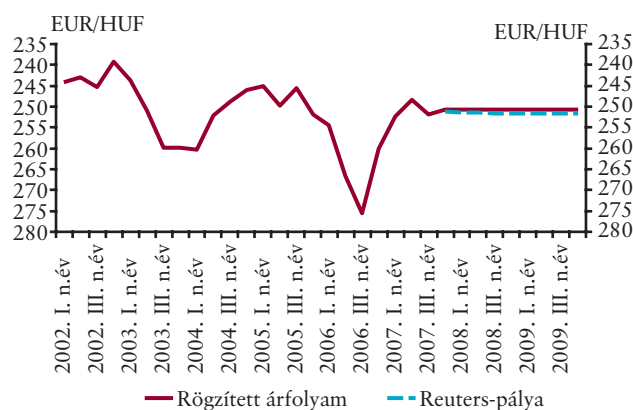
3.3. Háttér-információk előrejelzésünkhöz

Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása

Jelentésünk készítésekor szokás szerint megvizsgáltuk, hogyan alakulna előrejelzésünk, ha a legutóbbi – októberi – Reuters-felmérésben szereplő átlagos árfolyam- és kamatvárakozásokat alkalmaztuk volna alapfeltevésként. Az elemzők jelenleg nem várnak szignifikánsan más árfolyamot, mint ami az alap-előrejelzés feltevéseiben szerepel, míg a jegybanki alapkamat tekintetében 2008 végéig hozzávetőleg 100 bázispontos csökkenést valószínűsítene. Ezen feltételezéseket alkalmazva gyakorlatilag sem az inflációs, sem a növekedési előrejelzés nem változik érdemben.

3-10. ábra

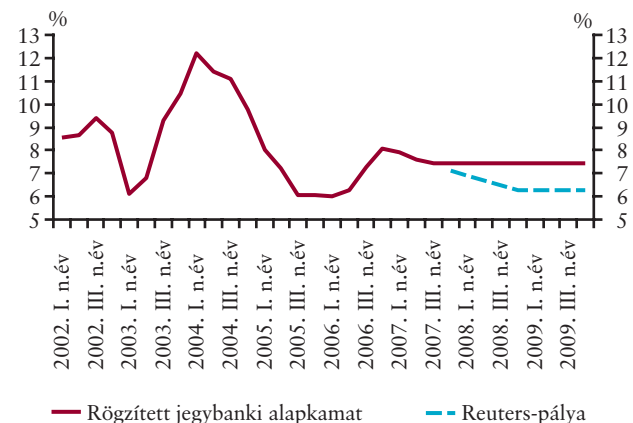
Árfolyampálya a Reuters októberi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése alapján*



* Fordított skála.

3-11. ábra

Jegybanki alapkamat pályája a Reuters októberi felmérése és rögzített kamat feltevése mellett



Előrejelzésünk összevetése más intézetek prognózaival

Előrejelzéseinket más elemzők prognózaival összevetve az alábbi megállapítások tehetőek. Az infláció tekintetében az MNB 2007-ben és 2008-ban is a piaci elemzők átlagánál némileg magasabb teljesülést vár.

Ezzel szemben a gazdasági növekedés ütemét illetően az MNB mindkét évben némileg pesszimistább a piacról. Ami a folyó fizetési mérleg hiányt illeti, a Magyar Nemzeti Bank némileg magasabb hiányt prognosztizál, mint az év első felében készült nemzetközi prognózisok, miközben a viszonylag friss IMF-es előrejelzéssel gyakorlatilag megegyező teljesülést várunk. Az államháztartási hiány alakulására vonatkozó prognózisunk pedig gyakorlatilag megfelel a piaci átlagnak.

Az exportpiacunk méretére és a külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzéseinket – hasonlóan a nemzetközi intézetekhez – 2007 augusztusához képest lefelé módosítottuk, előrejelzésünk érdemben nem különbözik a többi prognózistól.

3-4. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2007	2008
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)		
MNB (2007. november)	7,9	5,0
Consensus Economics (2007. október) ¹	7,4 – 7,7 – 7,8	3,3 – 4,4 – 5,6
OECD (2007. május)	7,2	3,7
Európai Bizottság (2007. ősz)	7,7	4,9
IMF (2007. október)	7,6	4,5
Reuters-felmérés (2007. október) ¹	7,6 – 7,8 – 7,9	4,0 – 4,6 – 5,0
GDP (éves növekedés, százalék)		
MNB (2007. november)	1,6	2,4
Consensus Economics (2007. október) ¹	1,5 – 2,1 – 2,6	2,2 – 3,0 – 3,5
OECD (2007. május)	2,5	3,1
Európai Bizottság (2007. ősz)	2,0	2,6
IMF (2007. október)	2,1	2,7
Reuters-felmérés (2007. október) ¹	1,4 – 2,0 – 2,4	2,2 – 3,0 – 3,8
Folyó fizetési mérleg hiánya (Mrd euro/dollár)		
MNB (2007. november) (Mrd euro)	5,7 ⁴	5,9
Consensus Economics (2007. október) ¹ (Mrd dollár)	4,5 – 6,0 – 7,0	4,2 – 5,9 – 7,8
Reuters-felmérés (2007. október) ¹ (Mrd euro)	4,4 – 5,0 – 5,3	3,6 – 4,7 – 5,2
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)		
MNB (2007. november)	5,54	5,3
OECD (2007. május)	3,6	2,2
Európai Bizottság (2007. ősz)	4,4	3,4
IMF (2007. október)	5,6	5,1
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)		
MNB (2007. november) ³	6,1	4,0
Consensus Economics (2007. október) ¹	6,0 – 6,2 – 6,5	3,9 – 4,3 – 5,1
OECD (2007. május)	6,7	4,8
Európai Bizottság (2007. ősz)	6,4	4,2
Reuters-felmérés (2007. október) ¹	5,8 – 6,1 – 6,6	3,7 – 4,2 – 4,9
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések		
MNB (2007. november)	8,0	7,1
OECD (2007. május) ^{2,5}	7,2	7,5
Európai Bizottság (2007. ősz) ^{2,6}	8,1	7,8
IMF (2007. október) ^{2,6}	6,9	7,6
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések		
MNB (2007. november)	3,4	2,9
OECD (2007. május) ^{2,5}	3,5	2,9
Európai Bizottság (2007. ősz) ^{2,6}	3,6	3,1
IMF (2007. október) ^{2,6}	3,6	3,1

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

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. ² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől. ³ Az MNB a teljes inflációs jelentéssel egyidejűleg készít előrejelzést az ESA-hiányra. ⁴ Előrejelzésünk tartalmazza a Gripeen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó hatását. ⁵ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát. ⁶ 2007. augusztushoz képest a módszertan kismértékben változott, a Romániával szemben bonyolított forgalom előrejelzéseit is figyelembe vettük.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London) (2007. október); Eastern Europe Consensus Forecasts (2007. október); European Commission Economic Forecasts, 2007. ősz; IMF World Economic Outlook (2007. október); Reuters-felmérés (2007. október); OECD Economic Outlook (2007. május).

4. Államháztartási és külső egyensúly





4.1. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

Az államháztartás eredményszámlájának (ESA szerinti) hiánya előrejelzésünk szerint 2007-ben és 2008-ban alacsonyabb lehet a Magyarország konvergenciaprogramjában szereplő hiányszintnél, ugyanakkor 2009-re a költségvetési kiigazítás dinamikája lelassul, s fennáll a hiánycél elvételének lehetősége. Alap-előrejelzésünk és az ahhoz tartozó, a magasabb hiány irányába aszimmetrikus kockázatoszlás alapján a 2009-re vállalt hiánycél biztonságos teljesítéséhez további intézkedések válhatnak szükségessé.

Alap-előrejelzésünkben kiolvasható, hogy a költségvetési pálya dinamikájában eltér a konvergenciaprogram pályájától. Ennek oka az, hogy a program első időszakában a bevételek vártnál kedvezőbb alakulása miatt a hiánycsökkentés üteme gyorsabb, mint amit a program tartalmazott, ugyanakkor kiadási oldalon látható, hogy a kormányzati kiadások kezdenek alkalmazkodni, felzárkózni a magasabb bevételi szinthez. Azaz a realizált többletbevétel idén részben, jövőre nagyrészt a kormányzat elkölte (például: az állami bérek befagyasztása 2008-ban már nem lesz effektív). Ennek következtében a pálya egészére igaz, hogy a fiskális kiigazítás az állam magasabb jövedelemcentralizációja (és újraelosztása) mellett valósul meg, mint amivel a konvergenciaprogram számolt, ez pedig – a jövedelmek vártnál magasabb adóterhelése miatt – fékezheti a gazdaság növekedését.

Előrejelzésünk szerint a 2008-2009. évi egyenlegjavulás már elsősorban a kiadások csökkentéséhez kötődik. A folyó kiadá-

sok tartós csökkentését biztosító intézkedések mellett 2008-ban az egyszeri kiadási tételek erőteljes csökkenése nagymértékben járul hozzá a deficit mérséklődéséhez, hatásukat a GDP 1,5 százalékára becsüljük.²⁷ Azonban 2009-ben az egyszeri tételek már csak kisebb mértékben támogatják a kiadások csökkenését, miközben – ha az adóelkerülés mértéke nem csökken tovább, valamint a jövedelmek kifehéredése sem folytatódik – az adóbevételek GDP-arányos szintje már csökkenésnek indul.²⁸ 2009-re feltételes, szabályalapú előrejelzést készítettünk, melyben csak az eddig már bejelentett intézkedések várható hatásait számszerűsítettük.

A bevételek várható alakulása

A bevételeket növelő kormányzati intézkedések hatására az adó- és járulékbévételek GDP-arányos szintje 2006 negyedik negyedévében és különösen 2007-ben jelentősen megemelkedett, egyúttal az intézkedések a fogyasztás és a rendelkezésre álló jövedelem mérséklődését is okozzák. Ennek következtében az államháztartás adó- és járulékbévételei az első időszakban tapasztalható GDP-arányos növekedését követően, hosszabb távon mérséklődésnek indulnak, ezért 2008-tól az államháztartás bevételi oldalának alakulása (adók és járulékok) már nem járul hozzá a kiigazítás folytatásához.

Idén a magánszektor vártnál magasabb béralakulása, valamint a vásárolt fogyasztás feltételezettnél kisebb visszaesése következtében a makrogazdasági pálya a várthoz képest adóbevéte-

4-1. táblázat

A fiskális hiánymutatók várható alakulása

(a GDP százalékában)

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

²⁷ Ilyen kiadási tételeknek tekintjük a Gripen-beszerezések elszámolását, a MÁV tőkejuttatását, a költségvetésben megjelenő autópálya építési költségek alakulását, a MÁV egyszeri nagy összegű költségvetési folyó támogatását, a korábban felhalmozódott pénzmaradvány-állomány 2007. évi várható csökkentését.

²⁸ Megjegyezzük, hogy ezzel a jelenséggel a kormány is számolt 2006-ban, a konvergenciaprogram összeállításakor.

li többletbe jutja az államháztartást. Előrejelzésünkben azal számolunk, hogy a 2007-ben jelentkező adóbevételi többlet a GDP arányában csökkenésnek indul, alapvetően az adóalapok (reálbérek és fogyasztás) GDP-től elmaradó növekedése miatt. Mivel a vásárolt fogyasztás és a közösségi fogyasztás növekedési indexe 2008–2009-ben alacsonyabb lesz a folyóáras GDP növekedési üteménél, ezért az áfabevételek GDP-arányos szintje is csökkenésnek indul. A csökkenés mértéke viszont moderáltabb lesz a korábban gondoltnál, becslésünk szerint az áfabevételek a GDP 0,1-0,2 százalékpontjával mérésülódhetnek a következő két évben.

2007-ben a korábban feltételezettnél jóval gyorsabban növekedtek a járulékbévételek, különösen az egészségbiztosítási járulékbévételek növekedése haladta meg a vártat. Idén a korábban gondoltnál mintegy 110 milliárd forinttal realizálhat magasabb járulékbévételet az államháztartás. A bevételi többlet nagyobb része származhat a jövedelmek kifehéredéséből, a többletbevétel másik része pedig a vártnál magasabb bérkiáramlásból. A magasabb bevételi pálya részben tehát annak köszönhető, hogy a fehéredés hatása erősebb volt a korábban vártnál. Erre utal az is, hogy az egészségbiztosítási járulékok effektív kulcsa jelentősen emelkedett, ami utólag jelzi a nagyarányú adóelkerülést.²⁹ A jövedékiadó-bevételek területén is egyértelműen azonosítható a fehéredés, amely elsősorban az adó-ellenőrzési és adóalap-felderítési tevékenység hatékonyságjavulásához köthető.

A fehéredés hatását tartósnak tekintjük, s mint bázishatást alap-előrejelzésünk készítésekor adó- és járulékbévételet prognózisainknál figyelembe vettük. Ugyanakkor a profitadóknál az év során azt láttuk, hogy az adóbevételek rendre elmaradtak az általunk várttól, ezért ezeknél az adónemeknél (társasági adó, eva) konzervatív előrejelzést adtunk.

A kiadásoldali folyamatok alakulása

A kiigazítás első két évében jelentős a deficitcsökkentő hatása az úgynevezett átmeneti tételek csökkenésének, illetve kiesésének (autópálya-építések, MÁV- konszolidáció, Gripenbeszerzés, stb.). Korábban 2007-re a GDP 1,0 százaléka körülre becsültük az egyszeri tételek javító hatását az egyenlegre, de a kormány idén egyszeri kiadási tételeknek minősíthető kifizetésekkel megkezdte a realizált többletbevételek felhasználását.³⁰ Az ilyen tételek hatása 2008-ban is jelentős lesz, becslésünk szerint az ilyen típusú kiadáscsökkentés egyenlegjavító hatása a GDP 1,5 százaléka körül alakulhat.

Ugyanakkor látható, hogy a kormányzat egyes területeken sikeres beavatkozásokat hajtott végre a folyó kiadások csökkentésében. Erre utal, hogy a központi költségvetési körben az év első kilenc hónapjában feszes kiadási kontroll volt tapasztalható, így a hiány lefutása jelentősen eltért a korábbi években megszokottól, s a kiadási előirányzatok jelentős része jellemzően az időarányos szint alatt teljesült. A kiadás- és költségkontroll erősödésére utal az is, hogy idén nem volt jellemző az úgynevezett pénzmaradvány-keret felhalmozódása az év során, ez jelentős változás a korábbi évekhez képest.

2007-ben teljesülni látszanak a kormányzati szektor létszámcsonkításra vonatkozó célkitűzései, de az állami béreknél – különösen 2008-tól – a konvergenciaprogram pályájánál magasabb bérkiadással kell számolni, s a magasabb bérpálya kockázata 2009-re is fennáll.

Jelentős költségvetési kiigazítás történt a gyógyszer-támogatásoknál. 2006 végén a gyógyszer-gazdaságossági törvény megteremtette a feltételeit a tartós kiadáscsökkentésnek, ezt követően a hozzájutás és az árképzés rendszere is alapvetően megváltozott (minimális térítési díj bevezetése, referenciatermékek stb.). Az egyéb kiegészítő intézkedések (pl. vényellenőrzés, igénybe vehető támogatásra felső korlát meghatározása stb.) a támogatáscsökkentés hosszú távú fenntarthatóságát támogatják. Az intézkedések összességében nemcsak az egységnyi támogatás csökkenését biztosították, hanem a fogyasztás visszaesését is elősegítették. Előrejelzésünk szerint a gyógyszer-támogatások területén a jövőben moderált támogatásnövekedés várható, azaz a szintbeli kiadáskiigazítás hosszú távon fenntarthatónak látszik.

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

Hatásában és összességében jelentős kiigazítás zajlik az önkormányzatok finanszírozásán keresztül. Becslésünk szerint, 2007-ben az alrendszer reálértéken mintegy 50-60 milliárd forintnyi költségvetésiforrás-megvonásban részesül (az önkormányzatok nem kapták meg a meglepetés infláció kom-

²⁹ A jelentősen megemelt prognózisunkhoz még mindig tartozik pozitív irányú kockázat, tekintettel arra, hogy a potyautasok száma elsősorban az egészségügyi ellátások és a járulékfizetések közötti kapcsolat közvetlenebbé tétele következtében – bizonytalan mértékben – még tovább csökkenhet az év végéig, illetve a jövő év elején.

³⁰ Rendkívüli folyó támogatás a MÁV-nak, illetve feltételezzük, hogy az ún. pénzmaradvány-állomány jelentősebb csökkentésére is sor kerülhet idén.

penzációját), s ez a folyamat 2008-ban is folytatódik, a központi támogatások reálértéke ismételtelen csökken (kiigazítási kényszer keletkezik az oktatásban és az egészségügyben).

A gyógyító-megelőző ellátásoknál is tapasztalható volt 2007-ben a kiadások szintbeli korrekciója, amely több intézkedés eredőjeként jött létre, de a teljesítményvolumen-korlát jövő évi lazítása, majd 2009-től teljes eltörlése következtében a kiadások újból infláció felett reálértéken is emelkedhetnek. Azonban az intézkedés hatásának pontosabb becsléséhez nem állnak rendelkezésünkre a szükséges információk. Ennek megfelelően rendkívül bizonytalan, hogy az ennél a kiadási tételnél tapasztalt kiadás-visszafogás hosszabb távon valóban fenntartható.

A fenti sikeres kiadáskiigazítás ellenére látható, hogy a vártnál magasabb 2007. évi adóbevételek egy részét a kormányzat elkölte. Azzal számolunk, hogy 2008-ban, a közszférában dolgozók reálkeresete már nem csökken tovább, azaz valójában nem valósul meg a közszféra béreinek két évre történő befagyasztása. Mivel a konvergenciaprogram 2009-re már reálbér növekedést irányoz elő a közszférában, ezért a 2009. évi hiánycél eléréséhez a dologi kiadások és az egyéb kiadások szintjének jelentősebb csökkentése lenne szükséges (az állami beruházásoknál nincsen komolyabb tere a reálkiadás csökkentésének). Mivel 2009-re a szükséges kiadáscsökkentő korrekciót biztosító kormányzati intézkedések (bejelentett és jogszabályokban rögzített intézkedések) nem ismertek, ezért azokkal alap-előrejelzésünkben nem számolhatunk.³¹

4-1. keretes írás: Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?

Alap-előrejelzésünk szerint idén a GDP 0,7 százaléka körüli mértékben lehet alacsonyabb az ESA-deficit, mint amit a konvergenciaprogram tartalmaz. A hiány jelentős javulása elsősorban a bevételi oldal vártnál kedvezőbb alakulásának következménye. A májusi inflációs jelentésben szereplő prognózisunkhoz képest a GDP 0,4 százalékaival több adó- és járulékbévételek realizálhat az állami költségvetés 2007-ben. Ennek egy része a gazdasági ciklus korábban feltételezettől eltérő alakulásának, a magánszektor vártnál gyengébb béralkalmazkodásának a következménye. A többletbe-

vétel másik része pedig a gazdaság kifehéredéséhez köthető. Elmondható, hogy a konvergenciaprogramhoz képest egy magasabb bevételi pályára állt rá a költségvetés. A májusi inflációs jelentésben idénre 6,0 százalékos ESA-deficitet prognosztizáltunk, a bevételek vártnál jobb alakulása azonban a GDP 5,5 százaléka körüli hiány elérését is lehetővé tenné, de időközben addicionális költségvetési kiadásokról döntött a kormány (pl. MÁV, költségvetési szervek magasabb kiadásai), ez utóbbiak figyelembevételével adódik a 6,1 százalékos centrális előrejelzésünk 2007-re.

A 2008. évi költségvetésről

A benyújtott 2008-as költségvetési törvényjavaslat 4,1 százalékos ESA-hiánycélt tartalmaz. A törvényjavaslat szerint jövőre az Európai Bizottság által ajánlott, a konvergenciaprogram összeállítása során figyelembe vett elsődleges egyenleg-többletre vonatkozó kritérium – terv szinten – már teljesül.³² Alap-előrejelzésünk szerint jövőre 4,0 százalékpontos ESA-hiány alakulhat ki, kismértékben a magasabb hiány irányába mutató kockázatok mellett. Alap-előrejelzésünk kedvezőbb kamategyenleget tartalmaz, mint a törvényjavaslat, a becsült kamategyenleg a GDP mintegy 0,2 százalékpontjával lehet alacsonyabb a törvényjavaslatban található előirányzatnál. A központi költségvetésnél és a decentralizált alapoknál összességében a GDP 0,1 százalékpontjával várunk kedvezőbb pozíciót, mint a törvényjavaslat, a társadalombiztosítás várható pozíciójára vonatkozó előrejelzésünk összességében megegyezik a kormányéval, az önkor-

mányzatok várható egyenlegére a GDP 0,1 százalékaival nagyobb hiányt prognosztizálunk, mint ami a törvényjavaslatban szerepel.

Az adó- és járulékbévételeken belül a forgalomhoz kötődő adóknál nincs lényeges eltérés bevételi prognózisunk és a törvényjavaslat előirányzatai között, a profitadóknál alacsonyabb várható teljesüléssel számolunk, elsősorban bázishatás és a gazdasági növekedés kismértékben eltérő előrejelzése miatt.

Kiemelendő a társadalombiztosítás egyensúly közeli várható pozíciója. A kiigazítás bevételt növelő intézkedései a társadalombiztosítás pozíciójának javítására fókuszáltak. Ennek eredményeként, 2007-ben előreláthatólag többlet alakulhat ki az alrendszerrel³³, s az intézkedések hatása még 2008-ban is biztosíthatja az egyensúly közeli pozíció elérését (2009-re már a GDP 0,2 százaléka körüli deficittel számolunk).

³¹ A kormányzat a 2009. évi költségvetési törvényjavaslat keretében intézkedhet a fejezeti és intézményi kiadások visszafogásáról, mérsékléséről, de ez csak egy feltétel, melynek várható hatását kockázatérzékelésünk tartalmazza, lásd később.

³² Az Európai Bizottság ajánlása szerint a maastrichti egyenlegmutató elsődleges egyenlegének számításakor nem a kamategyenleget, hanem csak a kamatfizetéseket kell figyelembe venni. A közpénzügyi törvényjavaslatban megfogalmazott, az állami költségvetés pénzforgalmi szemléletű elsődleges egyenleg-többletére vonatkozó követelmény azonban még nem teljesül (a közpénzügyi törvényjavaslatot az Országgyűlés még nem fogadta el, a törvényjavaslat szerint a reáladósságra vonatkozó szabály előreláthatólag 2011-től lép hatályba).

³³ A társadalombiztosítási alrendszer nettó pozíciója (az egyenlegváltozás és a költségvetéstámogatás-változás összege) mintegy 300 milliárd Ft-tal javulhat 2006-hoz képest, amely a GDP 1,2 százaléka körüli kiigazítást jelent.

A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásainál a törvényjavaslat előirányzatával számoltunk előrejelzésünk készítésekor, a korábbi évektől eltérően úgy látjuk, hogy az előirányzatok tarthatóak lehetnek 2008-ban. A 2008-as költségvetési tervek azt mutatják, hogy a felhalmozási kiadások továbbra is historikusan alacsony szinten vannak, igaz egy jelentősebb, nem klasszifikált kiadási tétel van a költségvetésben, melynek tényleges felhasználása árnyalhatja a képet.

A 2008. évi költségvetés teljesíthetőségénél jelentős kockázatot látunk az önkormányzati alrendszerénél. Az önkormányzatokat további kiigazításra kényszeríti a központi források csökkenése, a támogatás reálérték-csökkenését az alrendszernek kell kiigazítania. Kérdés, hogy a szigorításra hogyan tud reagálni az alrendszer. Emellett kockázatokat látunk a MÁV gazdálkodásával kapcsolatban is. A MÁV folyó támogatása is jelentősen csökken jövőre, kérdéses, hogy a vállalat reorganizációja a forráscsökkentést képes lesz-e ellensúlyozni.

Alap-előrejelzésünk kockázati eloszlása 2007-2009

A modellszimuláció ismertetése

Májusi inflációs jelentésünkben publikáltuk először a költségvetési pálya bizonytalanságait bemutató fiskális legyezőábrát. A sávok értelmezése megegyezik az inflációs és a GDP-legyezőábrában található sávok értelmezésével.

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

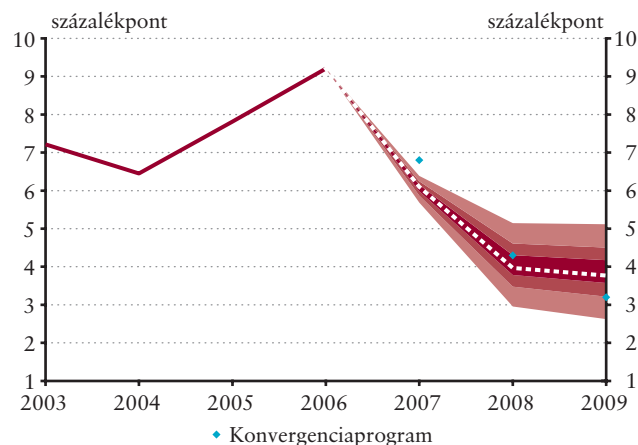
A 2007–2009. évi bizonytalansági eloszlások

A hiány előrejelzésének kockázatait az alábbi ábra mutatja. Az eloszlás az alap-előrejelzés körül 2007-re szimmetrikus, míg a kockázatok 2008-ban és 2009-ben nagyobb hiány kialakulását valószínűsítik.

Az eloszlás meghatározó tényezői közül a makropálya bizonytalansága mindhárom évben kisebb hiány felé mutató kockázatokat jelent: bár a növekedési kockázatok lefelé mutatnak, az alap-előrejelzésnél esetlegesen magasabb infláció hiány-csökkentő (bevételnövelő) hatása ezt ellensúlyozza.

4-1. ábra

A költségvetési hiány legyezőábrája



A költségvetés szakértői tételeinek eloszlása idén kis mértékben alacsonyabb, 2008-ban és 2009-ben pedig magasabb hiány irányába mutat. A jövő évre vonatkozó aszimmetriának több oka is van. Egyrészt kérdéses, hogy a helyi önkormányzatok képesek-e igazodni a normatív támogatások reálértékben vett csökkenéséhez, másrészt elképzelhető, hogy a MÁV támogatásának az alap-előrejelzés szerinti jelentős mértékű csökkenése nem valósul meg teljes mértékben. Kisebb összegű, de szintén nagyobb hiány felé mutató kockázatokat látunk a jövedéki adóból származó bevételek és a tb-kiadások alap-előrejelzése körül is. A 2009-es előrejelzés nagyobb hiány felé mutató ferdesége a központi költségvetési szerveknél terve-

4-2. táblázat

A legyezőábra sávjai

	Alsó 90%	Alsó 60%	Alsó 30%	Felső 30%	Felső 60%	Felső 90%
2007	5,7	5,9	6,0	6,2	6,2	6,4
2008	3,0	3,5	3,8	4,3	4,6	5,1
2009	2,6	3,2	3,6	4,2	4,5	5,1

zett kiadáscsökkentés megvalósíthatóságának bizonytalanságából ered.

Összességében tehát idén a szakértői tételek szimmetriája a fő meghatározó tényező, míg 2008-ban és 2009-ben az alacsonyabb hiány felé mutató makropálya csak csökkenti, de nem szünteti meg a szakértői előrejelzés felfelé mutató ferdeségét.

Amennyiben előrejelzésünket a konvergenciaprogramban lefektetett célokkal vetjük össze, akkor az idei és a jövő évi számok nagy valószínűséggel teljesíthetőnek látszanak, 2009-ben azonban a legyezőábra hatvan százalékot lefedő sávja is már teljes egészében a célérték felett található.

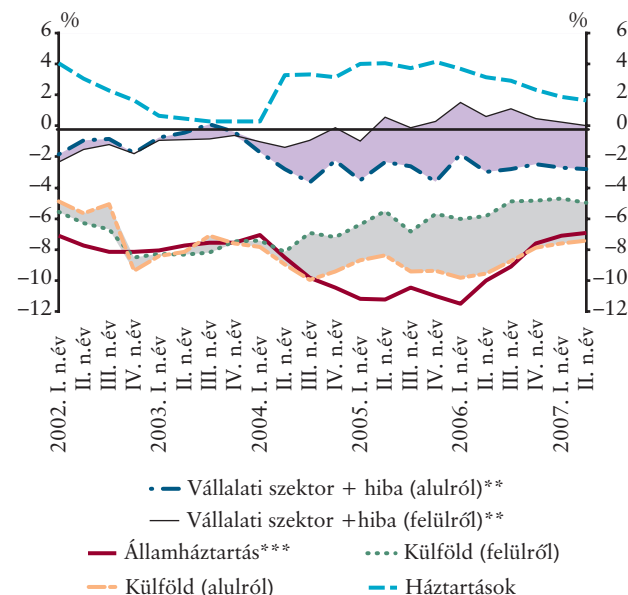
4.2. Külső egyensúly alakulása

2007 I. félévében a hivatalos adatok szerint a folyó fizetési és tőkemérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény a GDP 5 százaléka körül alakult, ami megfelel az előző év végén megfigyelt szintnek.^{34,35} A külső finanszírozási szükséglet 2006-os számottevő csökkenése után a külső egyensúly javulásának 2007 I. félévében bekövetkezett megtorpanását az okozta, hogy az államháztartás tovább mérséklődő finanszírozási igényét ellensúlyozta a háztartások nettó megtakarításának fogyasztásimítással összefüggő jelentős csökkenése és a beruházások bővülésével párhuzamosan a nem pénzügyi vállalati szektor finanszírozási igényének enyhe növekedése. A külső finanszírozási igény átmeneti stabilizálódásának irányába hatott az EU-transzferek szezonálisitása is, hiszen e tételek nagyobb része jellemzően az év második felében kerül elszámolásra. A konszolidált államháztartás finanszírozási szükségletének mérséklődése elsősorban a bevételek (áfa, személyi jövedelemadó, járulékok és társasági adó) vártnál is magasabb szintjéhez köthető, ami az adóalapok növekedésére és az adóbeszedés hatékonyságának javulására vezethető vissza. A háztartások reáljövedelmük visszaesésének hatását kisebb részben pénzügyi eszközeik leépítésével, nagyobb részben pedig hitelfelvétellel simították, melynek hatására a szektor GDP-arányos megtakarítása 1,6 százalékra csökkent.

Az év eleji stabilizálódást követően 2007 második felében a külső egyensúly javulásának folytatódására számítunk. A költségvetési egyensúlyt javító intézkedések következtében a konszolidált államháztartás 2007-es GDP-arányos finanszírozási igénye előrejelzésünk szerint 6,4 százalékra mérséklődik.³⁶ A háztartások nettó finanszírozási képessége a 2006 eleje óta tartó trendszerű csökkenés után 2007 végére stabilizálódott, így éves szinten a szektor nettó megtakarítása a GDP 1,7 százaléka körül alakulhat. A bővülő beruházási aktivitás hatására a vállalati szektor GDP-arányos finanszírozási igénye némileg emelkedhet 2006-hoz képest. A fenti folyamatok eredményeként a gazdaság GDP-arányos külső finanszírozási igénye számottevően csökkenhet, ami a hivatalos, felülről számított értéknél 4,3 százalékot, míg az „alulról” számított külső finanszírozási igény esetében 6,1 százalékot jelent.

4-2. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása*



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

** A vállalati szektor finanszírozási képessége maradékelven kerül meghatározásra, így tartalmazza az egyéb statisztikák hibáit is.

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

Várakozásaink szerint a fogyasztásimítás lakossági megtakarításokat csökkentő hatása 2007-ben lehet a legerősebb, így 2008–2009-ben az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése már jóval markánsabban megjelenhet a külső egyensúly javulásában. A lakossági reáljövedelmek növekedésével párhuzamosan a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának alakulásában fordulat állhat be, és a szektor finanszírozási képessége fokozatosan visszatérhet a fiskális kiigazító

³⁴ 2007 szeptemberében sor került a 2005–2006-os fizetésimérleg-adatok szokásos revíziójára, melynek eredményeképpen a 2006-os külső finanszírozási igény az előzetes adatokhoz képest 0,7 százalékponttal a GDP 5,7 százalékára emelkedett, míg az alulról számított külső finanszírozási szükséglet mindkét évben jelentősen növekedett.

³⁵ 2007 I. félévében a fizetésimérleg-statisztikával kapcsolatos módszertani bizonytalanság mérséklődött: a finanszírozásban a „Tévedések és hiba” sor 2007 első felében 1,1 milliárd euro volt, ami jelentősen elmarad a 2006 azonos időszakában tapasztalt értéktől. Ennek köszönhetően a finanszírozási oldalról, „alulról számított” külső finanszírozási igény némileg csökkent 2006 végéhez képest.

³⁶ A konszolidált államháztartás egyensúlyjavulásának jelentős része az év második felében valósulhat meg. Ebben jelentős szerepet játszik a MÁV járműállományának korszerűsítésével és cseréjével összefüggő kiadás, amelyet a költségvetési átutalás időpontjának megfelelően az első félévben számoltunk el.

4-3. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

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

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

** A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság 2004–2007 között magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

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

csomag előtt jellemző szintre. Ugyanakkor a vállalati beruházások bővülése mellett a vállalati szektor finanszírozási igénye lassan emelkedésnek indulhat. Összességében a 2009-ig terjedő időszakban az állam finanszírozási igényének további több mint 1 százalékpontos csökkenésére és a GDP-arányos külső egyensúlyi pozíció hasonló mértékű javulására számíthatunk.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a reálgazdasági egyenleg javulása 2007 I. félévében megtorpant, amely az intenzív fogyasztásmintából és a beruházások növekedéséből fakadó importkeresletre és az export II. negyedévi átmeneti visszaesésére vezethető vissza. Ennek ellenére 2007 második felében a reálgazdasági egyenleg további javulására számíthatunk, és a kedvező európai konjunktúra fennmaradása esetén

az áru- és szolgáltatásegyenleg továbbra is a külső egyensúlytalanság csökkenésének meghatározó tényezője lehet. A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya némileg emelkedhet, ami részben az adósságjellegű befektetésekhez kapcsolódó kiadások növekedésének köszönhető. A külső finanszírozási igény csökkenése ellenére ugyanis a nemzetgazdaság külső adósságának növekedése csak 2009-ben állhat meg.

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2007 I. félévében a finanszírozás szempontjából meghatározó „alulról számított” külső finanszírozási igény 3,8 milliárd eurót tett ki, ami meghaladja a féléves GDP 7,5 százalékát. A fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete a befektetői

4-4. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete*

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

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

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

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

megítélés szempontjából kedvezőtlenül alakult, hiszen a nem adóssággeneráló források esetében több mint 2,5 milliárd eurós kiáramlást tapasztalhattunk, amivel párhuzamosan a nettó adósságjellegű forrásbeáramlás rekordszintre emelkedett. Ez döntő részben a hazai bankok külföldi hitelfelvételének és kötvénykibocsátásának formájában valósult meg, de a vállalatok külföldi hitelfelvétele is jelentős mértékben emelkedett. A nem adóssággeneráló források számottevő kiáramlásában egyaránt jelentős szerepet játszottak jól azonosítható egyedi tényezők és tartósabbnak tekinthető folyamatok is:

- Egyedi tényezők miatt, jelentősen csökkent a külföldiek közvetlentőke-befektetéseinek állománya. Ez egyrészt a Budapest Airport tulajdonosváltásával, illetve ehhez kapcsolódóan a cég finanszírozási szerkezetének változásával hozható összefüggésbe. Emellett a külföldi befektetők több mint 420 millió euróval csökkentették magyarországi részvénybefektetéseik állományát, ami jelentős részben a MOL részvényfelvásárlásaihoz köthető.
- A hazai intézményi befektetők a 2006-os évhez hasonlóan jelentős mennyiségben vásároltak külföldi portfólió-

jellegű részvényeket. Ezenkívül ismét magas volt és közel 1,4 milliárd eurót tett ki a rezidens cégek külföldi tőkebefektetése.

A finanszírozás szerkezetét tekintve éves szinten is jelentős mértékű nem adóssággeneráló forráskiáramlást prognosztizálunk. A közvetlentőke-befektetések esetében a Budapest Airport finanszírozási szerkezetének változása következtében a tőke kivitel enyhén meghaladhatja a tőkebehozatalt. A portfólió jellegű részvények esetében a nettó kiáramlás meghaladhatja a 2,5 milliárd eurót, amiben két tényező játszhat meghatározó szerepet: egyrészt a hazai intézményi befektetők esetében a külföldi részvényvásárlások folytatására számítunk, másrészt – elsősorban a MOL-tranzakciók kapcsán – éves szinten is erőteljesen csökkenhet a külföldiek magyarországi részvényportfóliója. Érdeemes megjegyezni, hogy a rezidensek külföldi portfóliórészvény-vásárlásának és közvetlentőke-befektetéseinek növekedése hosszú távon pozitív hatást gyakorolhat a jövedelemegyenlegre, és ezzel hozzájárulhat a fizetési mérleg hosszú távú fenntarthatóságához.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2007

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari áralapú 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
<i>A Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41

2002. február

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

2002. augusztus

Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és a 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 sávzéselésítés 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
Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96

2004. augusztus*

Változás a jelentés szerkezetében	53
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 világgpiaciár-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	6
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel	91

2005. május*

Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006-2007-es makrogazdasági adatokra	99
2005. augusztus	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
2005. november	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevésünk	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
2006. május	
A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevésünk	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
2006. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23
2006. november	
Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58
2007. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
A szabályozott árak várt alakulása	16
2007. május	
Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30

Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53
2007. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre	30
2007. november	
Lejtmenetben az építőipar	14
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	22
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	27
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	34
Kibocsátási és fogyasztási rés	42
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	45
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	57

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2006–2007 (MAGYAR NYELVEN)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MNB-tanulmányok 63. TANAI ESZTER (2007): A devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kezelése Magyarországon (II. jelentés)

MNB-tanulmányok 64. CSÁVÁS CSABA–VARGA LÓRÁNT–BALOGH CSABA (2007): A forint-kamatswappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói

MNB-tanulmányok 65. KREKÓ JUDIT–P. KISS GÁBOR (2007): Adóelkerülés és a magyar adórendszer

MNB-tanulmányok 66. EPPICH GYŐZŐ–LŐRINCZ SZABOLCS: Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére

MNB OCCASIONAL PAPERS 2006–2007

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

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

Occasional Papers 59. HORNOK, CECÍLIA–ZOLTÁN M. JAKAB–MÁTÉ BARNABÁS TÓTH (2007): Adjustment of global imbalances: Illustrative scenarios for Hungary

Occasional Papers 60. BENK, SZILÁRD–ZOLTÁN M. JAKAB–MIHÁLY ANDRÁS KOVÁCS–BALÁZS PÁRKÁNYI–ZOLTÁN REPPA–GÁBOR VADAS (2007): The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)

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

Occasional Papers 62. KOPITS, GEORGE (2007): Fiscal Responsibility Framework: International Experience and Implications for Hungary

Occasional Papers 66. EPPICH, GYŐZŐ–SZABOLCS LŐRINCZ: Three methods to estimate the whitening-related distortion of the wage statistics (előkészületben)

Occasional Papers 67. ZSÁMBOKI, BALÁZS: Basel II and financial stability: An investigation of sensitivity and cyclical-ity of capital requirements based on QIS 5

Occasional Papers 68. VADAS, GÁBOR: Wealth Portfolio Of Hungarian Households – Urban legends and Facts

Occasional Papers 70. HOLLÓ, DÁNIEL–MÓNICA PAPP: Assessing household credit risk: evidence from a household survey

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007 (csak angol nyelven)

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

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

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

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

WP 2007/4. JIN-CHUAN DUAN–ANDRÁS FÜLÖP: How Frequently Does the Stock Price Jump? – An Analysis of High-Frequency Data with Microstructure Noises

WP 2007/5. BENK, SZILÁRD–MAX GILLMAN–MICHAL KEJAK: Money Velocity in an Endogenous Growth Business Cycle with Credit Shocks

WP 2007/6. SZILÁRD, ERHART–JOSE LUIS VASQUEZ-PAZ: Optimal monetary policy committee size: Theory and cross country evidence

Jelentés az infláció alakulásáról

2007. november

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19-21.

