



**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

**2008.
május**

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

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)

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

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen 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 Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés területén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés 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 Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a Monetáris Stratégia és közgazdasági elemzés helyettes vezetője irányította, Gyenes Zoltán 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, Horváth Áron, Kaponya Éva, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Munkácsi Zsuzsa, Nobilis Benedek, Pulai György, Szemere Róbert, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2008. május 13. és május 26-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalomjegyzék

Összefoglaló	3
1. Az infláció és meghatározó tényezői	8
1. 1. <i>Reálgazdasági konjunktúra</i>	8
1. 2. <i>Munkapiac</i>	18
1. 3. <i>Az infláció alakulása</i>	27
2. Pénzügyi piacok	37
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	45
3. 1. <i>Az alappálya</i>	45
3. 2. <i>Előrejelzésünk bizonytalansága és az alappálya körüli kockázatok</i>	55
3. 3. <i>Háttér információk előrejelzésünkben</i>	60
4. Államháztartási és külső egyensúly	63
4. 1. <i>Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása</i>	63
4. 2. <i>Külső egyensúly alakulása</i>	70
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998 - 2007	75

Összefoglaló

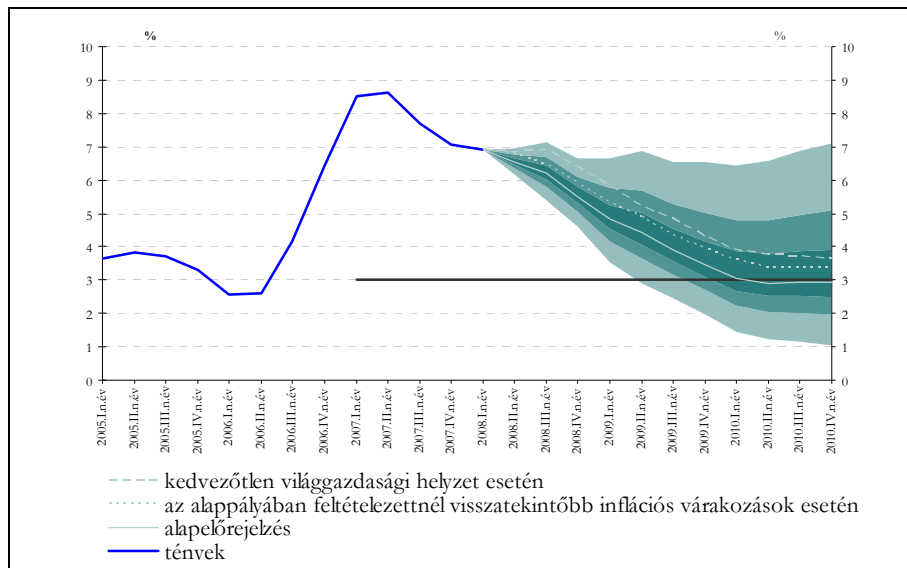
<p><i>A monetáris politika számára releváns horizonton továbbra is cél felett lehet az infláció</i></p>	<p>Az elmúlt időszakban az infláció alakulását negatív kínálati és költségsokkok sorozata határozta meg, melyek inflációnövelő hatását csak korlátozott mértékben tudta ellensúlyozni a gazdaság lassú növekedése. Az elhúzódó magas infláció növelte annak kockázatát, hogy az inflációs várakozások tartósan magas szinten maradnak, és szükségessé tette a monetáris kondíciók szigorítását. Az MNB 2 lépésben 7,5%-ról 8,25%-ra emelte az irányadó kamatait, és az árfolyam is számottevően erősödött.</p> <p>Májusi jelentésünk – az áprilisi átlagos monetáris kondíciók, azaz 253,8 forintos euro árfolyam, 8,25%-os alapkamat és egyéb alapfeltevéseink¹ tartós érvényessége esetén – folyamatos dezinflációt prognosztizál, azonban a monetáris politika 5-8 negyedéves horizontján az infláció várhatóan a hosszú távú cél felett alakul. Az inflációs folyamat felfelé mutató kockázatait erősíti, ha folytatódik a globális inflációs környezet elmúlt időszakban tapasztalt romlása. A belföldi tényezők közül magasabb infláció kialakulásának veszélyét hordozza, ha a gazdasági szereplők nagyobb teret engednek a költségsokkok továbbhárításának, vagy az alappályánkban feltételezettnél erősebben támaszkodnak a múltban tapasztalt inflációra árazási és bérezési döntéseik meghozatala során. Előrejelzésünkben a növekedés fokozatos élénkülésére számítunk, a kibocsátás rés azonban a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. A növekedési kockázatok ugyanakkor inkább lefelé mutatnak, a másodrendű jelzálogpiaci turbulencia ugyanis az alappályában feltételezettnél erőteljesebb világgazdasági lassulást is okozhat.</p>
<p><i>Az elmúlt időszakban tovább erősödött az importált inflációs nyomás</i></p>	<p>Az elmúlt negyedévben folytatódott a nemzetközi inflációs környezet romlása. Egyrészt a nemzetközi nyersanyagárak általában tovább emelkedtek, bár egyes nyersélelmiszerekben történt némi korrekció. Másrészt az előbbieket hatásaként a fogyasztói infláció a fejlett országokban is többéves csúcsot ért el. A fogyasztói áremelkedés gyorsulása azonban alapvetően az energia- és élelmiszer termékcsoportok árának emelkedéséhez köthető, az ezeken kívüli termékcsoportokban nem látszik érdemi gyorsulás.</p>

¹ Részleteket lásd a 3-2-es keretes írásban.

<p><i>Az infláció belföldi meghatározó tényezőit továbbra is a negatív kibocsátási rés és az erősödő költségsokkok kettőssége jellemezte</i></p>	<p>Ami a hazai folyamatokat illeti, 2008 első negyedében folytatódott a negatív kibocsátási rés tágulása, azaz a konjunktúra oldaláról alapvetően dezinflációs hatások érvényesültek. Ez a tendencia azonban a szektorok között nem volt általános érvényű, hiszen a gazdasági növekedést továbbra is az elmúlt időszakban megfigyelt kettősség jellemezte: az exportszektor historikusan kedvező külső konjunkturális környezetben magas kapacitáskihasználtsággal termelt, míg a belföldi kereslet a korábbi évekhez képest meglehetősen visszafogottan alakult.</p> <p>Az infláció az első negyedév folyamán lassan mérséklődött. A konjunkturális helyzet dezinflációs hatása korlátozottan érvényesült, amiben az importált infláció emelkedése mellett hazai eredetű költségsokkok is közrejátszottak. Egyrészt a februárban már jelzett, de a várakozásunknál némileg nagyobb termelői villamosenergia-áremelés, másrészt a munkapiaci folyamatok inflációs szempontból kedvezőtlen hatásai érvényesültek.</p>
<p><i>A munkapiacon a szakképzettek minimálbérének emelése várakozásunknál nagyobb hatással járt, előretekintve pedig lassítja a béralkalmazkodást</i></p>	<p>A verseny- és állami szférában is folytatódott a foglalkoztatás csökkenése. Emellett az év első hónapjaiban várakozásunknál magasabb bérdinamikát figyelhattünk meg a versenyszférában, bár a szabályozóváltozások miatt az adatok meglehetősen nagy bizonytalansággal értelmezhetőek. A jelenség valószínűleg a szakképzett munkaerő minimálbér-emeléseinek vártnál erősebb hatásához köthető. A szakképzettek minimálbérének harmadik éve tartó, s jelen esetben már feltehetően effektív, jelentős emelése további kedvezőtlen költségsokk egy hosszabb folyamatban. A 2006 nyara óta megfigyelt sokkok után (kezdetben a költségvetési kiigazításhoz kapcsolódó adó-, járulék-, illetve szabályozott áremelések, majd 2007 nyarától a nyers élelmiszerárak jelentős növekedése, illetve energiaár-emelések), a vállalati szektor újabb költségnövelő hatásokhoz kénytelen alkalmazkodni.</p> <p>Bár a vállalati szektor romló jövedelmezőségi helyzete változatlanul erős alkalmazkodási kényszert jelent, májusi prognózisunk szerint a bérdinamika mérséklődése a korábban vártnál lassabb, míg a foglalkoztatottság mérséklődése a korábbiaknál erőteljesebb lehet. Ezzel egyidejűleg arra számítunk, hogy a vállalatok korábbi várakozásunknál erőteljesebben kényszerülnek áraik emelésére.</p>
<p><i>Lassú élénkülés a realgazdaságban</i></p>	<p>Jelenlegi prognózisunk – a februári jelentéssel összhangban - a gazdasági növekedés lassú élénkülését valószínűsíti, ám a növekedés üteme csak 2010-re kerülhet a magyar gazdaság hosszabb távú növekedési potenciálja fölé. Így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad.</p> <p>Az előrejelzési horizonton a növekedés szerkezetében fokozatos átrendeződés várható a belső kereslet irányába, míg a nettó export növekedéshez való hozzájárulása folyamatosan csökken. Ez utóbbit egyrészt a lassuló nemzetközi konjunktúra miatt mérséklődő magyar</p>

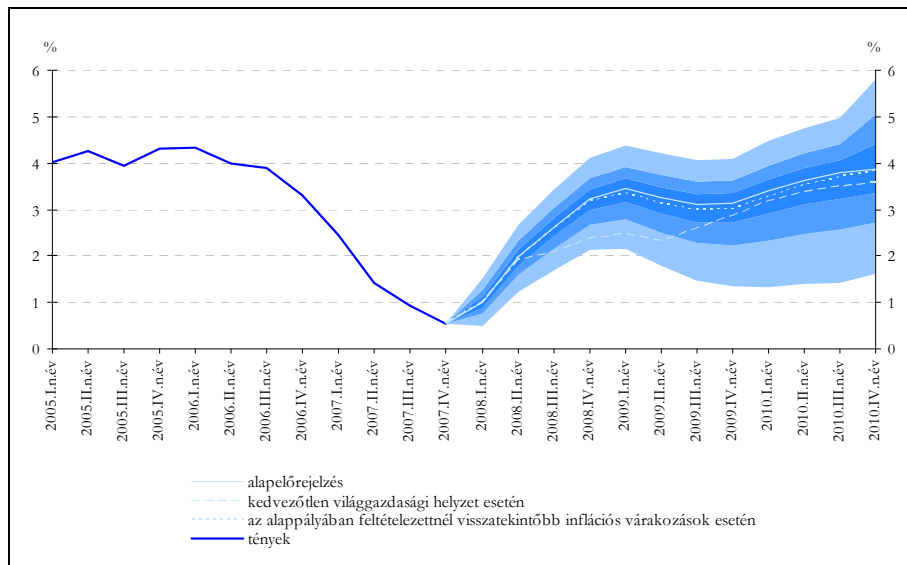
	<p>export, másrészt a fokozatosan élénkülő belső kereslethez kapcsolódó növekvő importigény okozza.</p> <p>Ami a belső kereslet komponenseit illeti, az elkövetkező időszakban lassú fogyasztás és beruházás élénkülésre, és - a fiskális kiigazítás mértékének enyhülésével párhuzamosan - az állami szektor szolgáltatásainak egyre kisebb visszaesésére, majd enyhe növekedésére számítunk.</p> <p>Az év eleji kedvező német ipari konjunktúra miatt az exportszektorban rövid távon nem számítunk erős lassulásra, a hosszabb távú tendenciák viszont - a világgazdasági kilátások romlásának következtében - kedvezőtlenebbé váltak.</p> <p>A várakozásunknál nagyobb bérkiáramlás a februárban prognosztizálnál gyorsabb fogyasztásélénkülést okozhat, a rövidtávú beruházási kilátások viszont az építőipari szektor gyengélkedésével összefüggésben romlottak.</p>
<p><i>A dezinflációs pálya két kulcseleme a nyersanyagárak alakulása és a negatív kibocsátási rés</i></p>	<p>Az alappályánkban a dezinflációs folyamat fő meghatározó tényezői februárhoz képest nem változtak. Mérséklődő inflációs nyomást okoz egyrészt a nemzetközi nyersanyagárakra vonatkozó feltételezésünk: azaz, hogy az olajárak emelkedése megáll, illetve az élelmiszereknél némi korrekcióra is számítunk az év második felében. Másrészt a teljes előrejelzési horizonton negatív a kibocsátási rés, ami kikényszeríti a béralkalmazkodást, illetve a költségekhez képest csak visszafogott áremelkedésnek enged teret.</p>
<p><i>A konvergenciaprogramban vállalt költségvetési hiánycélok szigorú kiadási kontroll mellett teljesülhetnek</i></p>	<p>Alap-előrejelzésünk szerint 2008-ban alacsonyabb lehet az ESA szerinti államháztartási egyenleg a konvergenciaprogramban szereplő hiánycélnál, míg 2009-2010-ben szigorú költségvetési politika és a költségvetési tartalékok részleges, illetve teljes zárolása mellett elérhetőek a konvergenciaprogram által kitűzött hiánycélok. A következő két évben azonban a korábbi gyors hiánycsökkenést okozó erőteljes adó- és járulékbérvétel-növekedés megfordul, a deficit további mérséklődését a konvergenciaprogramban felvázolt kiadásioldali intézkedéseknek kell biztosítaniuk. Ez utóbbiak egyben a költségvetési előrejelzés legfontosabb bizonytalansági forrásait is jelentik. A kiadási előirányzatok túllépése az alappályánál és a konvergenciaprogramban vállaltnál magasabb hiány kialakulását okozhatja.</p> <p>Májusi prognózisunk szerint a költségvetési kiigazítással párhuzamosan javulhat a külső egyensúlyi pozíció. A hiánycsökkenés üteme azonban a költségvetési kiigazítás lassulásával a tavalyi évben megfigyeltnél mérsékeltebb lehet.</p>

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*



* A kockázati forgatókönyvek részleteit lásd a 3.2-es fejezetben.

A GDP előrejelzés legyezőábrája*



* A kockázati forgatókönyvek részleteit lásd a 3.2-es fejezetben.

Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a 3. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2006	2007	2008	2009	2010
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,4	6,0	5,1	3,7	3,0
Fogyasztóiár-index	3,9	8,0	6,3	4,2	3,0
Külső kereslet (GDP-alapon)					
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,9	3,5	2,5	2,3	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	-0,4	-3,6	-1,5	-0,1	-0,8
Lakossági fogyasztás	2,1	-2,1	0,3	1,6	3,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,8	1,0	3,2	5,1	6,8
Belföldi felhasználás	1,1	-0,3	1,3	2,9	3,8
Export	18,9	14,2	10,8	9,4	10,6
Import ³	14,5	12,2	9,8	9,3	11,0
GDP*	3,9(4,0)	1,3	2,2(2,4)	3,2(3,0)	3,7
Folyó fizetési mérleg hiánya					
A GDP százalékában	6,1	5,0	4,9	4,8	4,8
Milliárd euroban	5,4	5,1	5,3	5,5	6,0
Külső finanszírozási igény					
A GDP százalékában	5,3	4,0	3,4	2,8	2,5
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,2	8,0	8,8	6,5	6,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,7	-0,1	-1,4	0,1	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,4 (8,1)	9,1 (8,2)	9,0(8,2)	7,2	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,2	0,9	-1,1	0,0	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	4,4	8,1	4,2	3,9	3,5
Lakossági reáljövedelem	-0,1**	-3,3	1,5	2,4	2,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azokkal. ² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. ³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-el 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. ⁶ Az eredeti KSH adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumcsúszások hatásától tisztított adatok szerepelnek. ⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Zárójelben a naptári nap-hatással nem korrigált adatok szerepelnek. ** MNB-becslés.

1. Az infláció és meghatározó tényezői

1.1. Reálgazdasági konjunktúra

Lassú fordulat a gazdasági növekedésben

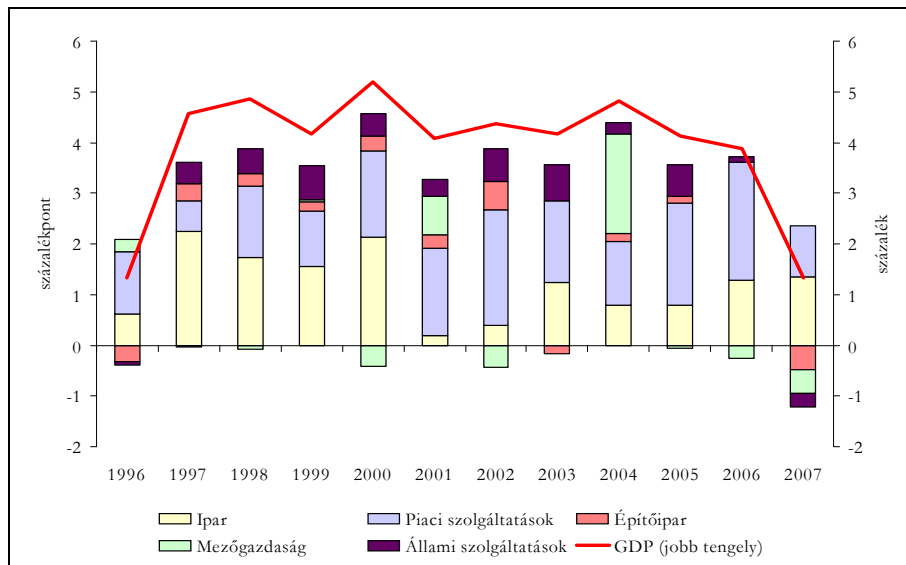
2007-ben a gazdasági növekedés a korábbi évekhez képest jelentősen lassult, mindösszesen 1,3 százalékos volt. A lassulás a tavalyi év egészében a fiskális egyensúlyjavító intézkedések miatti gyenge belső kereslet és kedvező külső konjunktúra kettőssége mellett ment végbe. A kedvező külső konjunktúra miatt az exportra termelő feldolgozóipari vállalatok dinamikus növekedést mutattak fel. Ezzel szemben a fiskális kiigazító intézkedések egyrészt az állami szolgáltatások visszaesésén keresztül közvetlenül (felhasználási oldalról: természetbeni társadalmi juttatások, kormányzati beruházás és fogyasztás, termelés oldalról: állami szolgáltató ágazatok és építőipar), másrészt a belföldi keresletre gyakorolt hatásukon keresztül közvetetten (felhasználási oldalról: lakossági fogyasztás, vállalati beruházás, termelési oldalról: építőipar, piaci szolgáltatások) lassulást okoztak.²

A kiigazítás egyszeri hatásain túl azonban a tavalyi évben erőteljes egyedi sokk volt a mezőgazdaságot sújtó, kedvezőtlen időjárás. Az ágazat GDP-hez való növekedési hozzájárulásában markánsan megjelenik ez a feltehetően egyszeri jelenség, aminek eredményeként a mezőgazdaság növekedésben való részaránya a 2007-es évben historikusan alacsony (-0,5 százalékpont) volt.

Összességében megállapítható, hogy a feltehetőleg átmeneti tényezők (fiskális keresletszűkítés, mezőgazdaság visszaesése) hatása nélkül a tavalyi év gazdasági növekedése 2,5 százalék körül alakult volna, azaz jócskán elmaradt a korábbi évek trendjétől. Ezt alapvetően a hazai piaci szolgáltatószektor kibocsátásának lassulása okozta.

² Érdekes, hogy az államháztartási kiigazítás hatását a GDP termelési és felhasználási oldalán számszerűsítve nagyságrendileg eltérő számokat kapunk. Míg termelési oldalról a jórészt állami szolgáltató ágazatok visszaesése mindössze 0,3 százalékponttal mérsékelte a GDP-t, a felhasználási oldali állami tételek visszaesésének hatása közel 1,5 százalékpont volt. Ezzel összefüggésben a termelési és felhasználási oldalt összehátró statisztikai hiba tétel igen jelentős pozitívumot mutatott. Az állami kibocsátás visszaesésének a növekedésre gyakorolt hatása vélhetően e két érték között alakult. Mivel ismereteink szerint az éves GDP számoknál a termelési oldali folyamatok mérése meghatározóbb, így az állam közvetlen hatását reálisan az említett sáv alsó felében azonosíthatjuk.

1-1. ábra: A GDP főbb termelési oldali tételeinek hozzájárulása a GDP éves növekedéséhez
(szezonalisan igazított adatokból számítva)



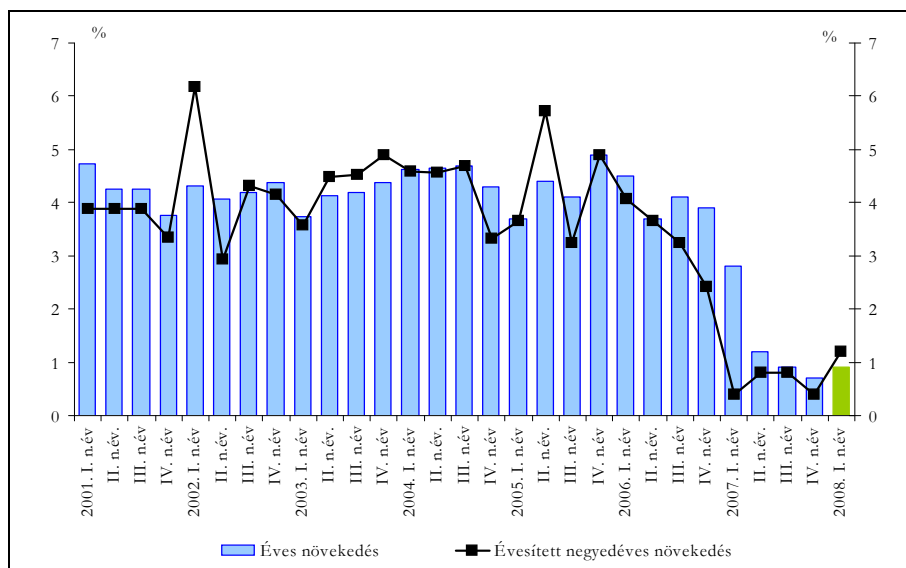
Megi.: Az ábrán az ágazatok alapján vett hozzáadott értéke szerepel. A GDP és az ágazatok növekedési hozzájárulásának összege közötti eltérést a „termelési adók, -támogatások egyenlege” tétel okozza.

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

Az idei év elején a gazdasági növekedés tekintetében lassú fordulatot valószínűsítettünk, amit az első negyedéves előzetes növekedési adatok egyelőre visszaigazolni látszanak. Az év első három hónapjában, a naptári hatások kiszűrésével kapott 0,9 százalékos éves dinamika alig kedvezőbb az elmúlt év második felének átlagos bővülésétől. A negyedéves trendfolyamatok is alátámasztják, hogy a magyar gazdaság az elmúlt év közepén feltehetőleg túljutott a fiskális kiegészítő intézkedéseket követő gazdasági lassulás mélypontján, ám a felívelés csak egy rendkívül visszafogott pálya mentén halad.

1-2. ábra: A GDP éves és évesített negyedéves növekedési üteme*

(negyedéves növekedés szezonálisan igazított adatokból számítva)



* A 2005 előtti időszakra a KSH 2007. negyedik negyedévi részletes GDP adatközléséből származó adatokat használtuk.

Az első negyedéves előzetes GDP adatban vélhetően számos 2007. évinél kedvezőbbé váló egyedi hatás is szerepet játszott, így feltételezhetjük, hogy a csak lassan dinamizálódó gazdaságban a tartós növekedési források (elsősorban a beruházások, illetve kisebb részben a magánfogyasztás) felívelése még várat magára, miközben az eddigi erőteljes növekedési hozzájárulást biztosító export szektor kilátásai várhatóan fokozatosan romlanak.

Az egyedi hatások közül már az első negyedév tekintetében is érdemes kiemelni a mezőgazdaság és az állami szektor helyzetét. Az elmúlt évi kedvezőtlen időjárási körülményeket követően az idei évben a feltételek várhatóan kedvezőbben alakulnak a mezőgazdasági termelés számára, így ezen szektor az év egészében jelentős pozitív növekedési tényezővé válhat. A – kiigazítás elsődleges hatásainak kifutásával – az idei évben már az állami szektor esetében sem számítunk további érdemi negatív hatásra.³

A főbb belföldi jövedelemtulajdonosok viselkedését illetően a háztartások év eleji javuló jövedelempozíciója és a kiskereskedelmi értékesítésekben tapasztalható január-februári fordulat a lakossági fogyasztás lassú élénkülésére utal.

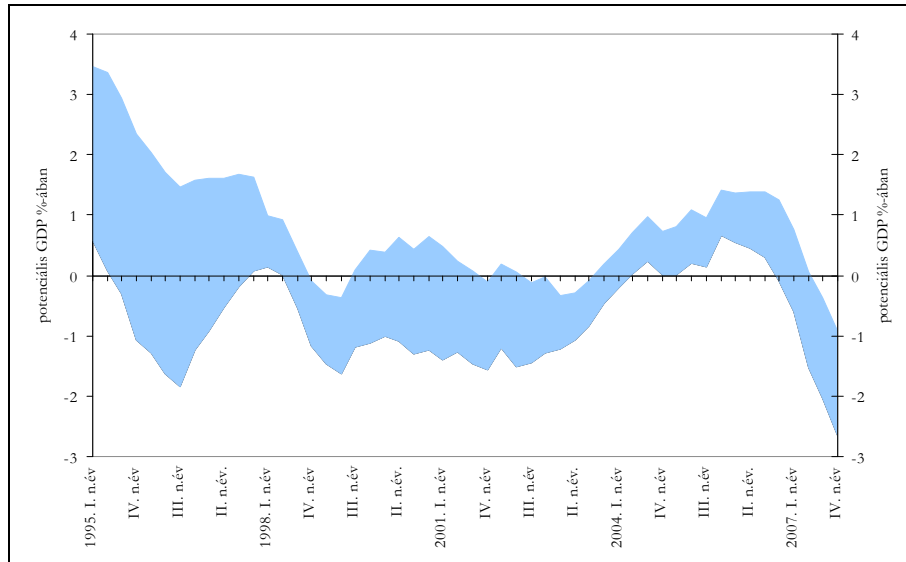
Ugyanakkor továbbra sem látszik fordulatra utaló jel a beruházások területén. Az építési beruházások esetében az építőipari folytatódó gyengélkedése további visszaesést valószínűsít, míg a gépberuházások lassulására a külső környezet kedvezőtlenebbé válása miatt számíthatunk. Ez utóbbi hatás az első negyedévben változatlanul kedvező nemzetközi környezetben működő exportvállalatok kilátásait is negatívan érinti.

A legfrissebb rendelkezésre álló információkat felhasználva potenciális GDP-becsléseinket is újból áttekintettük (ezt bővebben a 3-1. keretes írásban mutatjuk be). 2004-2006 között a

³ Meg kell jegyeznünk ugyanakkor, hogy a mezőgazdaság teljesítményének mérése az első negyedéves GDP-adatban meglehetősen bizonytalan, hiszen ekkor még nem áll rendelkezésre megbízható információ az éves terméseredmények alakulásáról.

potenciális GDP-becsléseink pozitív kibocsátási rést mutatnak, mely az expanzív fiskális politika és a kedvező külső konjunktúra következtében alakult ki. 2007-ben azonban az egyensúlyjavító intézkedések következtében már negatív a rés értéke. A keresleti oldali hatásokon keresztül ez a folyamat mérsékelhette a gazdaságban az árazási döntéseket, így összességében fékezhetette a költségsokkok által hajtott inflációt.

1-3. ábra: Kibocsátási rés*



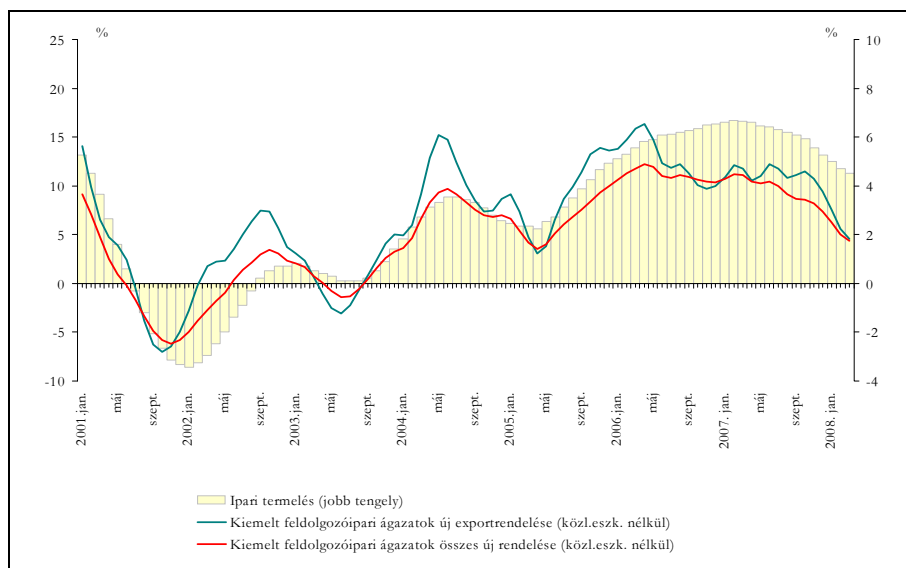
* A kibocsátási rést az aktuális és potenciális kibocsátás (GDP) szintjének százalékos eltéréseként definiáltuk. 4 különböző módszertan alapján készítettünk becslést a kibocsátási résre. Az ábrán ezen becslések minimum- és maximumértékeivel képzett tartomány látható.

Visszafogott lassulás az európai konjunktúrában

Az Egyesült Államokban már a tavalyi év utolsó negyedében is jelentősen mérséklődött a gazdasági növekedés üteme, az azóta beérkezett makrogazdasági indikátorok pedig további lassulásról árulkodnak. Egyelőre azonban úgy tűnik, hogy a korábbi elemzői vélekedésekkel szemben a gazdaság nem süllyedt recesszióba.

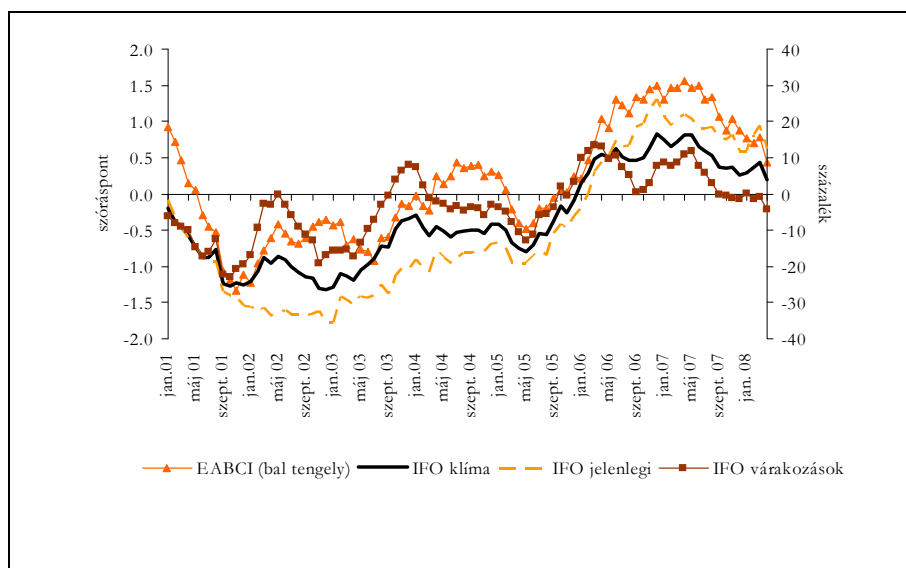
A nemzetközi intézetek előrejelzéseikben – az USA és az Európai Unió közötti szoros kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok miatt – az amerikai lassulás begyűrűződésére számítanak Európában, ennek drasztikus jelei azonban egyelőre nem látszanak. Az euroövezet GDP-növekedése az első negyedévben a piaci várakozások felett alakult (2,2 százalék éves összevetésben). Ugyanakkor az év első hónapjaiban továbbra is kedvezően alakuló német ipari termelési adatokban márciusban további lassulást figyelhettünk meg, ami kiegészülve az új rendelésállományoknál megfigyelt hasonló elmozdulásokkal előrevetítheti az euroövezeti konjunktúra 2008 második negyedévéől fokozatosan bekövetkező lanygulását. Ezt erősítik meg a főbb európai konjunktúramutatók is, amelyek áprilisban már markáns csökkenést mutattak. A nemzetközi környezet kedvezőtlenebbé válására utalnak a főbb nemzetközi intézmények romló előrejelzései is.

1-4. ábra: Németország ipari termelésének és új rendeléseinek alakulása
(trendekből számított éves változás)



Forrás: Eurostat.

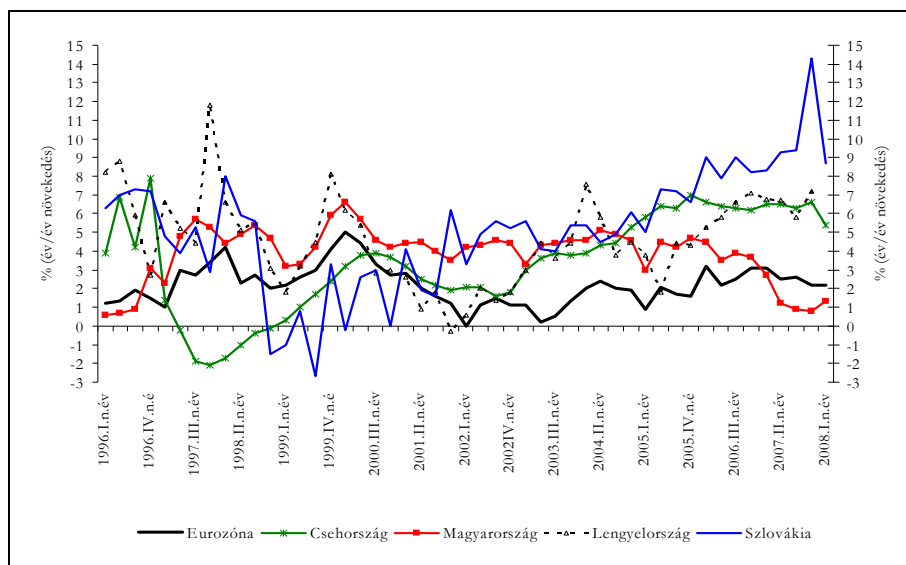
1-5. ábra: Az IFO és az EABCI* bizalmi indexek alakulása



* Az Európai Bizottság által publikált Business Climate Indicator az euro övezet országaira.

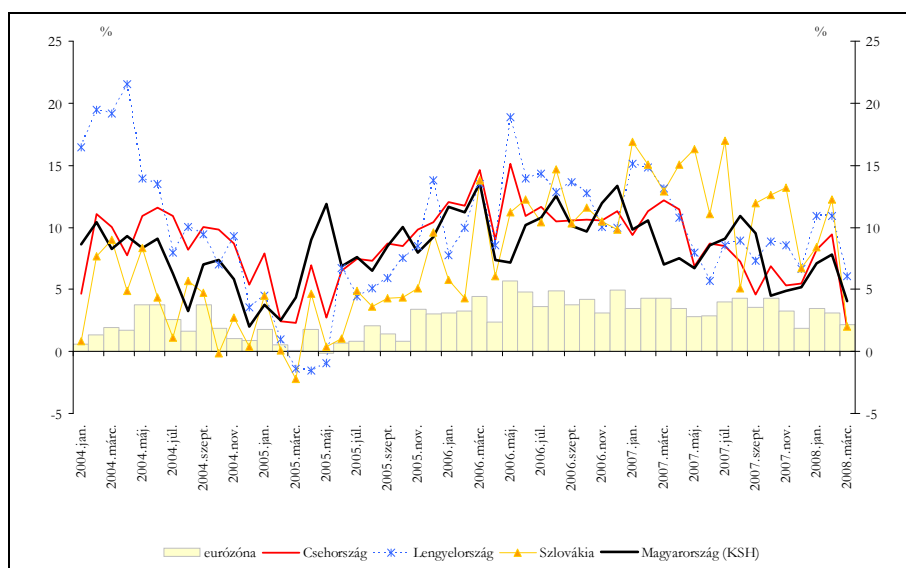
Míg a konjunktúra enyhe lassulása az EU15 adataiban már a tavalyi év második felében is érzékelhetővé vált, addig a környező országok gazdasági növekedése – jórészt a belföldi felhasználás dinamikus növekedésének következtében – 2007 folyamán rendkívül erőteljes maradt. A 2008 első negyedévére rendelkezésre álló előzetes adatok szerint azonban ezen országok esetében már lassulást figyelhettünk meg. Mivel a magyar export felvevőpiaca kb. 20 százalékban Közép-Kelet-Európa-hoz köthető, előretekintve is kulcskérdés, hogy a fejlett világ lassulását milyen ütemben reagálhatja le a régió.

1-6. ábra: GDP-növekedés a régióban



Megjegyzés: A nemzetközi adatok forrása az Eurostat.

1-7. ábra: Ipari termelés a régióban és az euroövezetben
(szezónálisan igazított adatokból számított éves változás)



Megjegyzés: A nemzetközi adatok forrása az Eurostat.

A hazai konjunkturális folyamatok esetében a korábbi álláspontunk az export fokozatos lassulásával számolt, az év első két hónapjának adata azonban ezt egyértelműen nem igazolta vissza, mivel az ipari export dinamikája – a német ipari és régiós folyamatokkal összhangban – némileg visszaerősödött. A márciusi adatokban megfigyelt egyértelmű korrekció azonban már ezen felívelés átmenetiségére utal, amit mind a hazai, mind a regionális folyamatokban megfigyelhetünk. Az európai konjunktúra lassulása várhatóan egyre dominánsabb tényezővé válik az export-orientált régiós ipar kilátásainak alakulásában.

Míg az áruexport trendje az ipari termelés esetében említett folyamatokkal összhangban alakult, addig az áruimport év eleji felívelésében a belföldi kereslet – jellemzően a

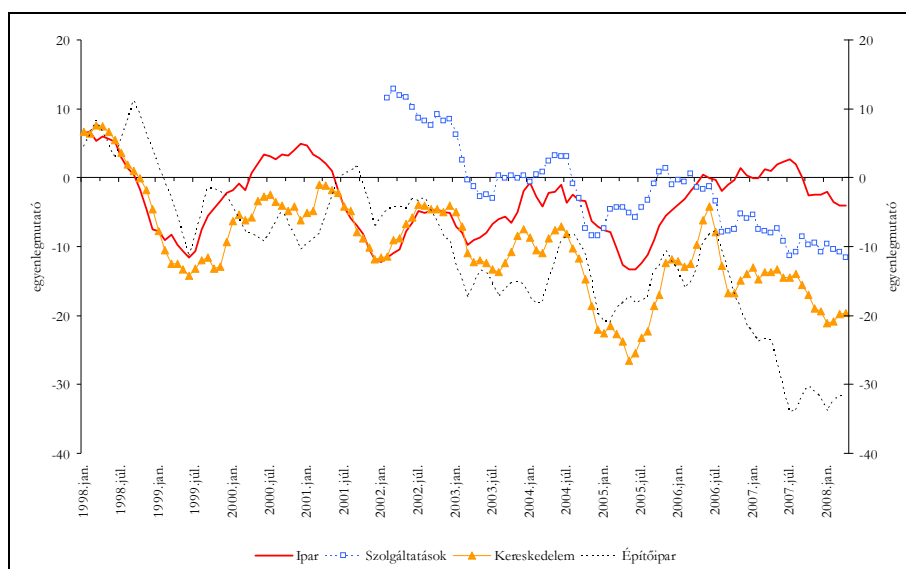
háztartások fogyasztásán, illetve a vállalatok gépjellegű beruházásain keresztül megvalósuló – visszafogott erősödése is szerepet játszhatott. Az áruexport növekedésének dinamikája továbbra is meghaladta az áruimportét, azaz 2008 elején továbbra is érdemben pozitív nettó export-hozzájárulásra számíthatunk, ám az év során a belföldi kereslet felívelésével, illetve a nemzetközi konjunktúra lassulásával párhuzamosan ezen pozitív növekedési hozzájárulás várhatóan csökkeni fog.

Kezdődő fordulat a belföldi keresletben

A fiskális egyensúlyjavító intézkedések nyomán, a belső kereslet szűkülése a háztartások fogyasztási kiadásain és az elmaradó állami megrendeléseken keresztül nagymértékben rontotta a hazai piacra termelő vállalatok helyzetét. Ezt tetőzte egyrészt a nyersanyagárak dinamikus növekedése, másrészt egyéb, a megszorításokkal összefüggő költségnövekedés (adó- és járulékemelés, energiaárak nagymértékű növelése). Összességében a hazai vállalati kör zömének profitja jelentősen romolhatott. A kiugazítás elsődleges hatásainak kikutatásával azonban a belső kereslet élénkülése fokozatosan javuló vállalati kilátásokat jelenthet.

A legtöbb ágazat kapcsán azonban még nem lehet határozott pozitív fordulatról beszélni, így a belső kereslet lassú élénkülésére számítunk. Emellett bizonytalanságra ad okot, hogy az üzleti bizalmi indikátorok alapján a szektorok kilátásai továbbra sem javultak.

1-8. ábra: Az ESI bizalmi indikátorok alakulása
(3 havi visszatekintő mozgóátlag)

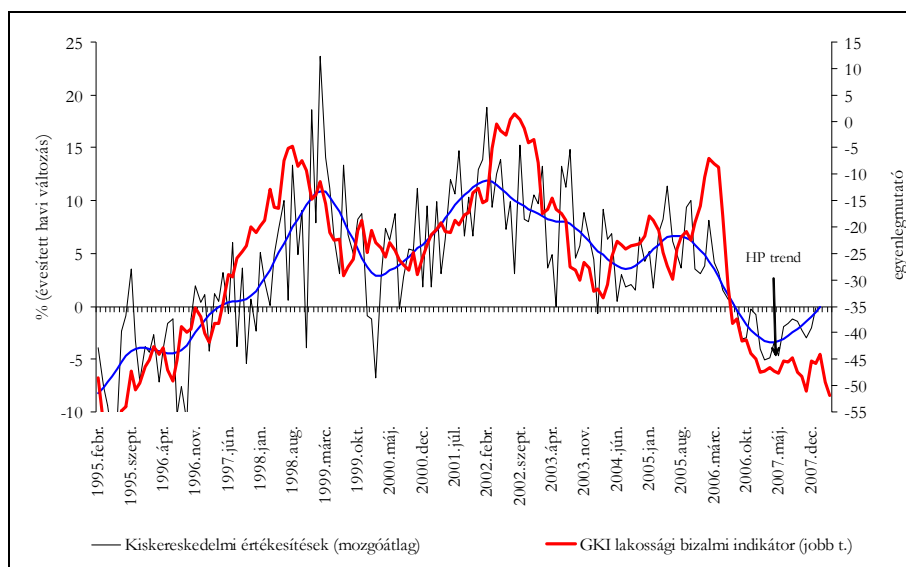


Forrás: GKI (EB).

A növekedés belföldi összetevői szempontjából a tavalyi évinél némileg kedvezőbb tendenciára utaló jeleket egyedül a lakossági szektornál látunk. A fiskális kiugazító csomag elsődleges hatásainak kikutatásával párhuzamosan ugyanis az év első hónapjaiban a lakosság jövedelmi pozíciója enyhén javult, a nettó reálbértömeg a tavalyi jelentős csökkenés után stagnált, illetve enyhén növekedett. A kilátások kedvezőbbé válását támasztja alá az év első két hónapjának kiskereskedelmi adata is, amely a korábbi csökkenő trend megfordulására utal. Ez a háztartások fogyasztásának visszafogott növekedését jelezheti az év első negyedében.

A lakosság 2007-ben hitelfelvétellel és pénzügyi eszközök felhasználásával igyekezett kompenzálni a jövedelmi sokkot. Bár februári prognózisunkban a lakossági megtakarítások növekedését prognosztizáltuk a foglalkoztatottság csökkenésével összefüggésben, a háztartások GDP-arányos nettó finanszírozó képessége a tavalyi év egészében stagnált és ez a tendencia az év első hónapjaiban is folytatódni látszik. A fogyasztási jellegű hitelfelvétel dinamikája ugyanakkor némileg mérséklődött, ami megfelel a továbbra is visszafogott fogyasztásbővülésnek és az érdemben javuló lakossági jövedelempozíciónak.

1-9. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és a GKI bizalmi index alakulása



A lakáspiaci konjunktúra a 2007 közepén bekövetkezett átmeneti fellendülést követően továbbra sem mutat számottevő erősödést. A 2008. első negyedévi adatok alapján ugyan az új lakások értékesítésénél némi növekedés tapasztalható, de az új lakások építéséhez kiadott engedélyek száma csökkent, különösen kiugró volt a visszaesés a legnagyobb piacnak számító Budapesten, ahol ez a tavalyi év első negyedévéhez mérten mintegy 30 százalékos mérséklődést jelent.

A lakossági folyamatok alakulása szempontjából előtekintve lefelé mutató kockázatot jelent a hitelfelárok esetleges jövőbeli emelkedése a sub-prime válsággal összefüggésben, illetve a csökkenő foglalkoztatás hatása a fogyasztási és beruházási hajlandóságra. Ezek a tendenciák már most is tükröződhetnek a háztartások bizalmi mutatóiban, melyben továbbra sem figyelhető meg kedvező fordulat.

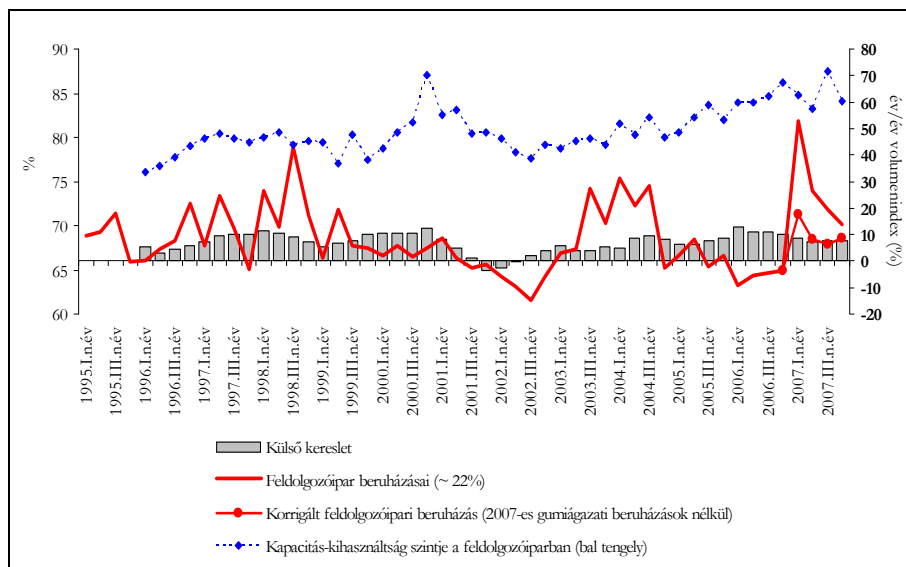
Az építőipari termelés elmúlt évben megfigyelt lassulása 2008 első hónapjaiban is folytatódott. A csökkenés egyik legfőbb oka az elmaradó nagy állami beruházások, melyek kiesése érzékenyen érintette az ágazatot.⁴ További kedvezőtlen képet fest, hogy az építőipari termelés dinamikájának előrejelzésére használt építőipari-szerződésállomány idősorában nem látható határozott fordulópon. Ez egyben előre vetíti a nemzetgazdasági

⁴ Az építőipari termelés kb. 45 százaléka egyéb építmények (utak, hidak) építéséhez köthető, ami túlnyomórészt állami megrendelésektől függ.

beruházások továbbra is gyenge dinamikáját, tekintve, hogy a nemzetgazdasági beruházások több mint felét építmény jellegű eszközök teszik ki.

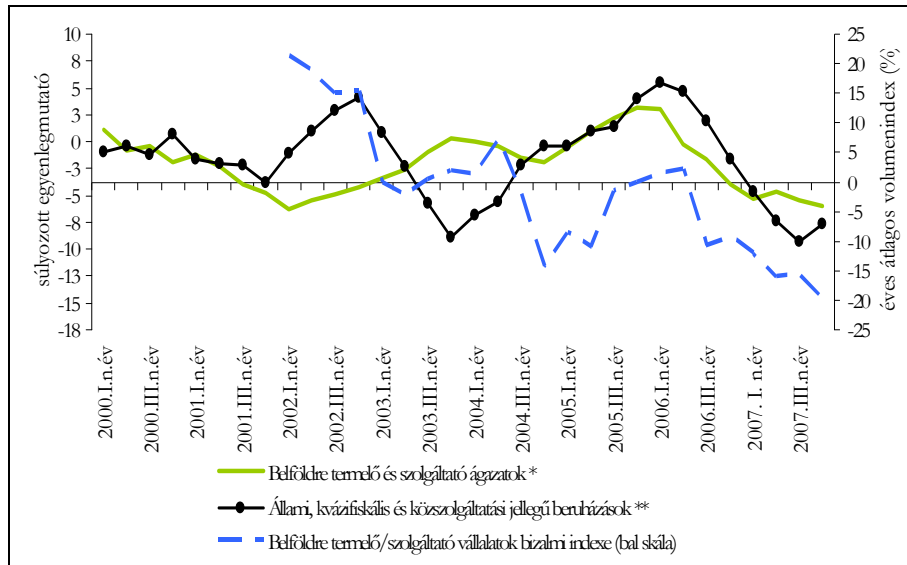
Ugyanakkor a tavalyi beruházás összességében némileg kedvezőbb lett várakozásunknál. Ez egyrészt a feldolgozóiparnak köszönhető, ahol a külső keresleti kilátások ellenére viszonylag erős beruházás-bővülést tapasztalhattunk,⁵ ugyanakkor a főként a belső kereslet által meghatározott, a hazai üzleti várakozásokat tükröző vállalati körben nem javult a beruházási aktivitás. A vártnál jobb beruházási számot emellett a kvázifiskális beruházások év végén egy összegben elszámolt tételei is okozták (autópálya-építések illetve az energia-szolgáltatók körében elszámolt fejlesztések).

1-10. ábra: Beruházások és kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban



⁵ Itt azonban a folyamatok törekenységére utal a fordulat koncentrált jellege, nevezetesen, hogy a növekedés jórészt a gumiparhoz köthető.

1-11. ábra: A belső kereslet és az állam által meghatározott beruházások
(bázisidőszaki folyóáras beruházással súlyozott négy negyedéves mozgóátlag)



* Energetika, szállítás és távközlés valamint az egyéb közösségi és személyi szolgáltatás ágazatok nélkül

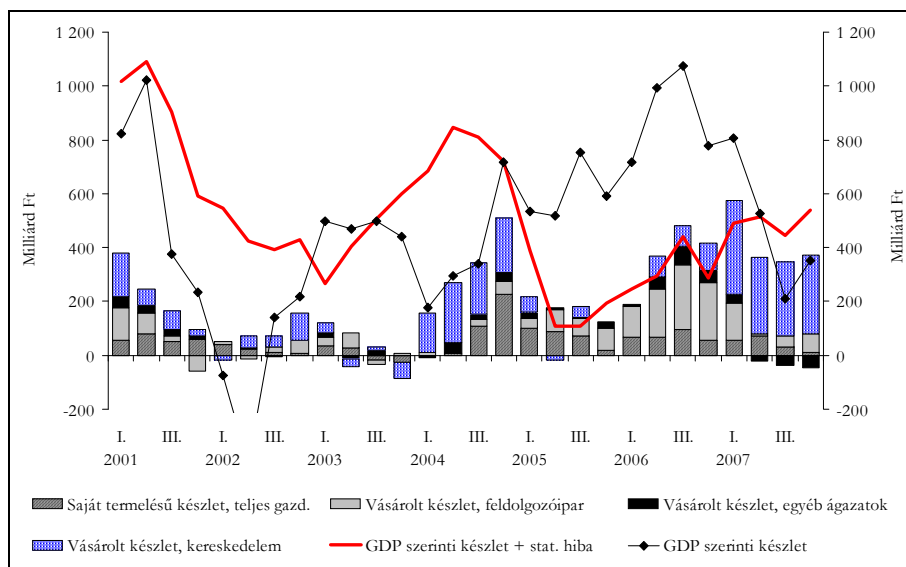
** Energetika, szállítás és távközlés valamint az egyéb közösségi és személyi szolgáltatás ágazatokkal

A szűken vett állami beruházások tekintetében továbbra is megfigyelhető a csökkenő tendencia a központi kormányzat, és különösen az önkormányzatok részéről. Mint említettük, az építőipari szerződésállományok 2008 elején is csökkentek, így számottevő fordulat valószínűleg rövid távon nem következik be az építési jellegű beruházások körében. Ez az állami beruházási kereslet előretekintve legnagyobb hajtóerejének tekintett uniós források felhasználásának további halasztására utalhat. Az államhoz köthető szektorok várhatóan az EU-transzferek mintegy 70-80 százalékát kapják, és eddig nem látjuk jelét ezen források érdemi beruházásélénkítő hatásának. Azaz kétséges, hogy ezek a források mennyiben okozhatnak többletberuházást a korábbi tervekhez képest.

Az aggregált kereslet csökkenésével párhuzamosan már 2007 elején megemelkedett a készletállomány⁶ a kereskedelmi ágazatokban, és szintje az év egészében igen magas volt. Tekintve, hogy a kereskedelmi vállalatok várakozásai továbbra is kedvezőtlenek, az itt tapasztalható készletfelhalmozás a kereskedők által vártnál nagyobb kereslet-visszaesésre utalhat. A teljes nemzetgazdasági készletbővülés dinamikájának csökkenését elsősorban a lassuló ipari termeléssel járó alacsonyabb készletigény magyarázhatja.

⁶ A készletváltozás és statisztikai hiba együttesének a GDP-növekedéshez való hozzájárulása az elmúlt év egészében jelentős volt. A GDP-statisztikában most először publikált készletváltozás folyóáras adatai alapján arra következtethetünk, hogy ezt elsősorban a statisztikai hiba növekedése okozta.

1-12. ábra: Készletváltozás a gazdaság főbb ágazataiban*



* A részletes készletadatok a legalább 50 fővel rendelkező vállalkozásokra vonatkoznak, ezért ezek készletváltozásának összege nem adja ki a GDP szerinti készletváltozást, amely az összes vállalkozás készletváltozását számba veszi.

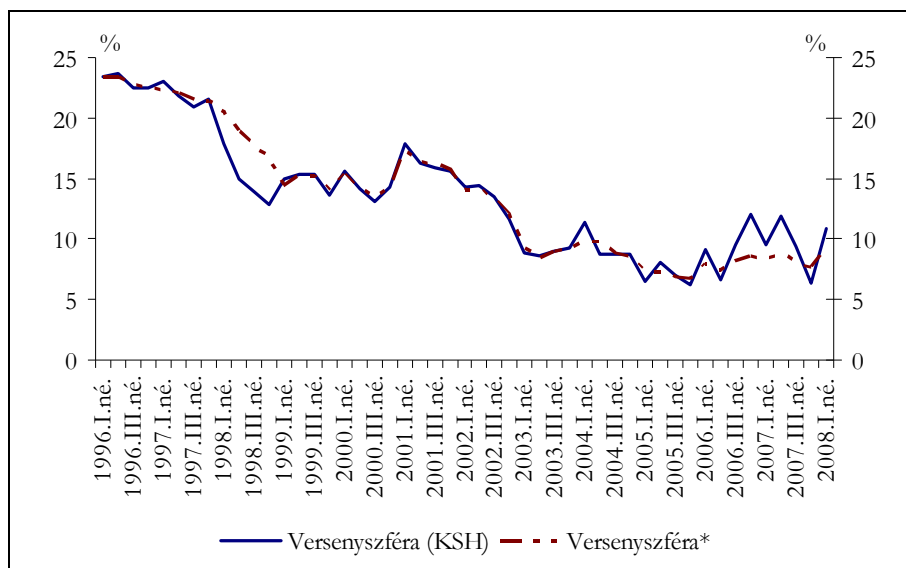
1. 2. Munkapiac

A vártnál lassabb lehet a bérdinamika mérséklődése

A februári inflációs jelentésben úgy érveltünk, hogy jövedelmezőségük romlását a vállalatok rövidtávon a prémiumok, majd 2008-tól a rendszeres bérkomponens és a foglalkoztatás visszafogásán keresztül állítják meg. Az azóta beérkezett tényadatok tanúsága szerint a létszámcsökkenés a vártnál erőteljesebben, illetve más szerkezetben mehet végbe, míg a béralkalmazkodás vélhetően a szakképzett munkaerő minimálbérének megemelése miatt időben lassabb lefutású lehet.

1-13. ábra: A bérek alakulása a versenyszektorban

Szezonálisan igazított negyedéves adatok, éves növekedési ütem



* A prémiumkifizetések megváltozott szezonálisításától és a fehéredés torzító hatásától szűrt adatok.

A negyedéves adatok alapján 2008 első negyedévében a versenyszférában a bérdinamika gyorsulását figyelhettük meg az előző év azonos időszakához képest. A havi lefutást tekintve az időszakot két részre oszthatjuk. Míg január-februárban jelentős dinamikagyorsulást figyelhettünk meg – a béralakulás alapfolyamatait megragadó, a fehéredés torzító hatásától és a prémiumok megváltozott szezonálisításától szűrt bérindex alapján az éves bérdinamika közel 3 százalékponttal emelkedett – addig márciusban lefelé irányuló korrekció következett be. Bár az adatok a minimálbért érintő szabályozóváltozások hatása miatt meglehetősen óvatossággal kezelendők, a bérgyorsulást a legnagyobb részben a garantált bérminimum megemelése, és ehhez kapcsolódóan a rendszeres kifizetések előrehozása okozhatta.⁷

Becsléseink szerint a garantált bérminimum megemelésének a januári éves bérindexre gyakorolt hatása mintegy 2 százalékpontra tehető, és további, közvetett hatásokkal járhatott februárban is. Így a teljes hatás némileg magasabb lehetett várakozásunknál. A szabályozóváltozással összhangban feltételezhetően időzítési megfontolások is befolyásolták a bérdinamikát. A KSH adata szerint a rendszeres bérek megállapítására általában március-májusi időszakban kerül sor. Elképzelhető azonban, hogy a garantált bérminimumot érintő intézkedések miatt a vállalatok idén általában is korábbra időzítették

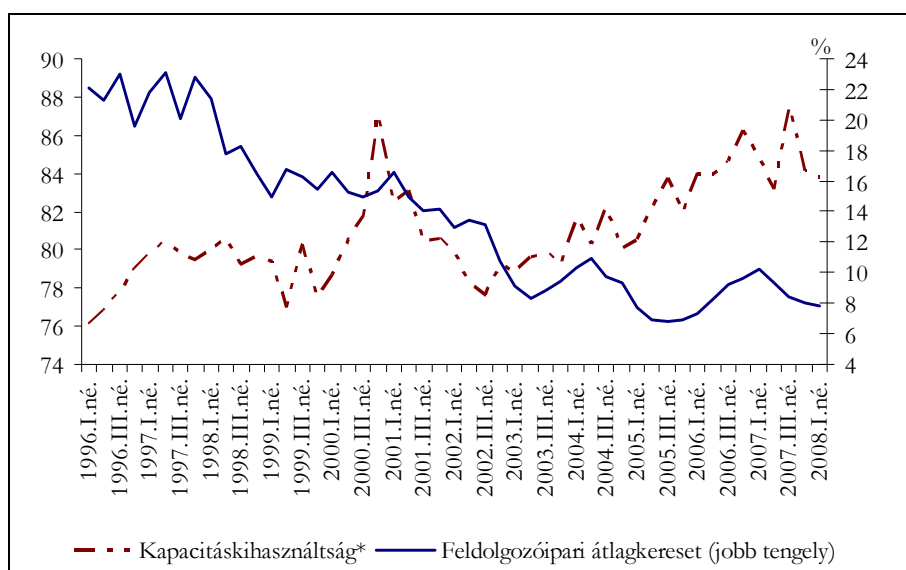
⁷ Egyrészt ugyanis a bérdinamika alapvetően a konjunkturális szempontból kedvezőtlenebb helyzetben lévő, alapvetően lazább munkapiaccal szembesülő szolgáltató szektorokban ugrott meg, másrészt az adatokat vállalatméret szerint vizsgálva, a minimálbéremelések által leginkább érintett kis-, és középvállalati körben történt a gyorsulás. Mindezek mellett lehetséges, hogy a bérgyorsulás az infláció elmúlt időszakban megfigyelt magas szintjével is összefüggésben van. Elképzelhető ugyanakkor az is, hogy a szakképzettek minimálbérének megemelése (ahogy korábbi becsléseinkben feltételeztük) nem teljes egészében jelent bérnövekedést, hanem részben a gazdaság kifehéredését tükrözi. Bár ebben a kérdésben is jelentős a bizonytalanság, a rendelkezésre álló adatok szerint azonban úgy tűnik, hogy a leginkább érintett szolgáltató-szektor fizikai létszám-kategóriájában határozott csökkenés figyelhető meg, a bérugrás pedig egyre nagyobb létszám-kategóriájú cégeket is érint. Mindez arra utal, hogy a 2008-as emelés már alapvetően effektív lehetett. Lásd erről még az 1-1-es keretes írást.

a bérek megemelését. Ezt a feltételezésünket a márciusi adatok alátámasztották, mivel a rendszeres kifizetések esetében határozott korrekció mutatkozott.

Szektorális megbontást tekintve a feldolgozóipar esetében megfigyelhető erős, de enyhén lassuló bérdinamika összhangban van az erős, de lassuló exportkonjunktúrával, illetve a szektor magas kapacitáskihasználtságával. A fent említett tényezők hatására ugyanis feltételezhető, hogy a feldolgozóipari szakmák körében jóval feszebb a munkapiac, mint a versenyszektor egyéb szegmenseiben.

1-14. ábra: A feldolgozóipari bérek alakulása

Szezonálisan igazított negyedéves adatok, éves változás



*GKI-felmérés adatai.

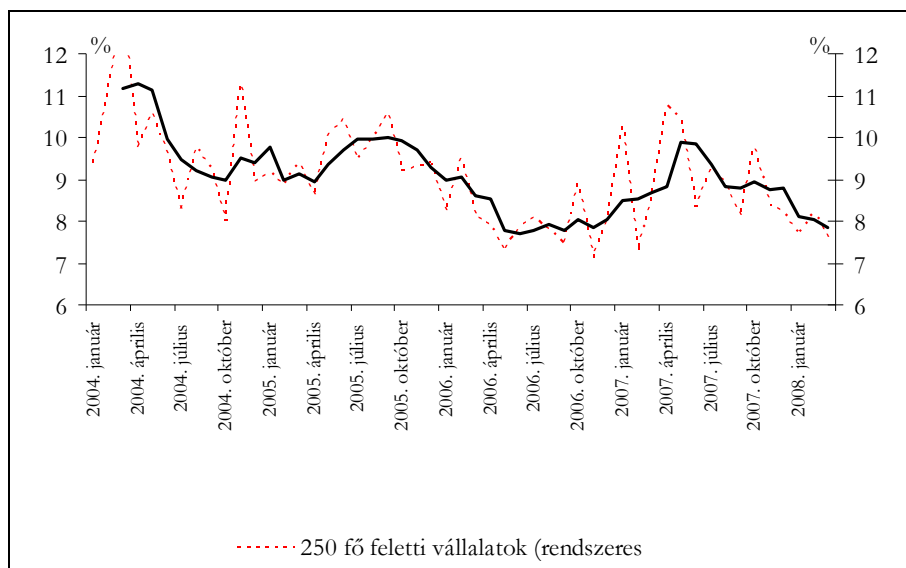
A piaci szolgáltatások esetében ugyanakkor a konjunkturális folyamatokkal nem magyarázható, vélhetőleg inkább a szabályozóváltozásokkal összefüggésben álló, ugrásszerűen magas bérdinamika adódott. Értékelésünk szerint ugyanis a szakképzett munkaerő minimálbér-emelésének ebben a körben volt leginkább hatása.⁸ Ha a minimálbérhatástól vélhetőleg inkább mentes, 250 főnél többet foglalkoztató vállalatokat tekintjük, a rendszeres bérkomponens itt további lassulást mutatott.⁹

⁸ Az Adó- és Pénzügyi Ellenőrzési Hivatal szabályozása szerint a szakképzettek minimálbérének megemlése februártól válik kötelezővé. A Szociális és Munkaügyi Minisztérium tájékoztatása szerint azonban a vállalatok nagy része már januárban eleget tett a vonatkozó előírásnak.

⁹ Tovább árnyalja a képet ugyanakkor, hogy ebben a vállalati körben márciusi teljes átlagkereset jelentősen megugrott a „szállítás, raktározás, távközlés” ágazat kiugró prémium-kifizetései miatt.

1-15. ábra: Béralakulás a 250 fő feletti vállalati körben

Éves növekedési ütem a rendszeres bérkomponens alapján



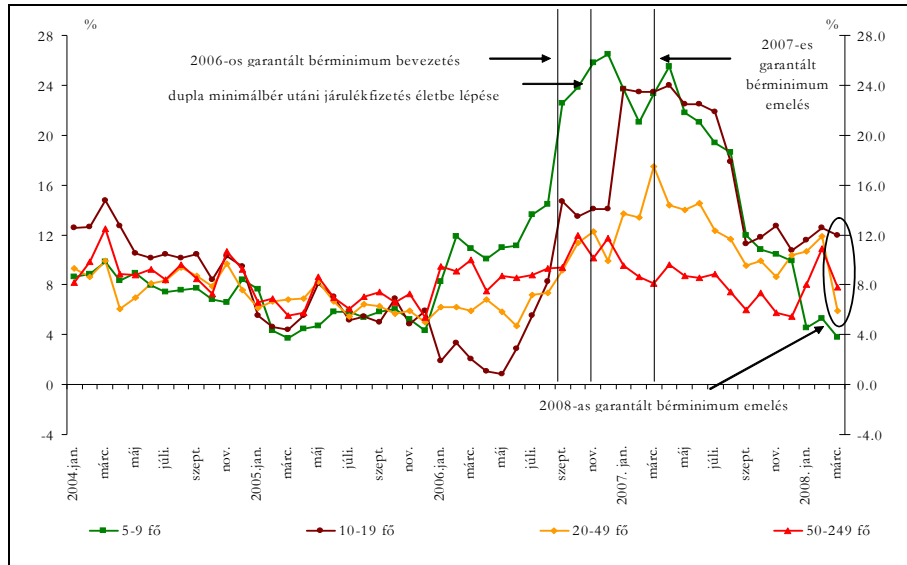
1-1. keretes írás: A bértisztítást érintő néhány módszertani kérdésről

Inflációs jelentéseinkben korábban is foglalkoztunk már a béradatokban megjelenő, a fehéredés által okozott torzító hatásokkal.¹⁰ 2006 második fele óta azonban a munkaerőpiacot többféle sokkhatás is érte, a fehéredést célzó intézkedések mellett bevezették a szakképzettségi minimálbért is. A többféle kormányzati intézkedés következtében nem egyértelmű, hogy a bérdinamikákban tapasztalt jelentős gyorsulás milyen mértékben köthető az egyik vagy másik típusú intézkedéssorozathoz.

Amennyiben a versenyszektor béreit vállalatméret kategória szerinti megbontásban vizsgáljuk, úgy láthatóvá válik, hogy a 2006 közepétől megfigyelt bér gyorsulást több, a kormányzati intézkedések életbe lépésekor megfigyelhető, bér megugrás eredményezte. Az adatokból láthatóvá válik a 2006 júliusában bevezetett, illetve 2007 elején tovább emelt garantált bérminimum és a szeptemberben életbe lépett dupla minimálbér utáni járulékfizetési kötelezettség hatása.

¹⁰ Lásd a 2007. májusi és augusztusi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványunkat.

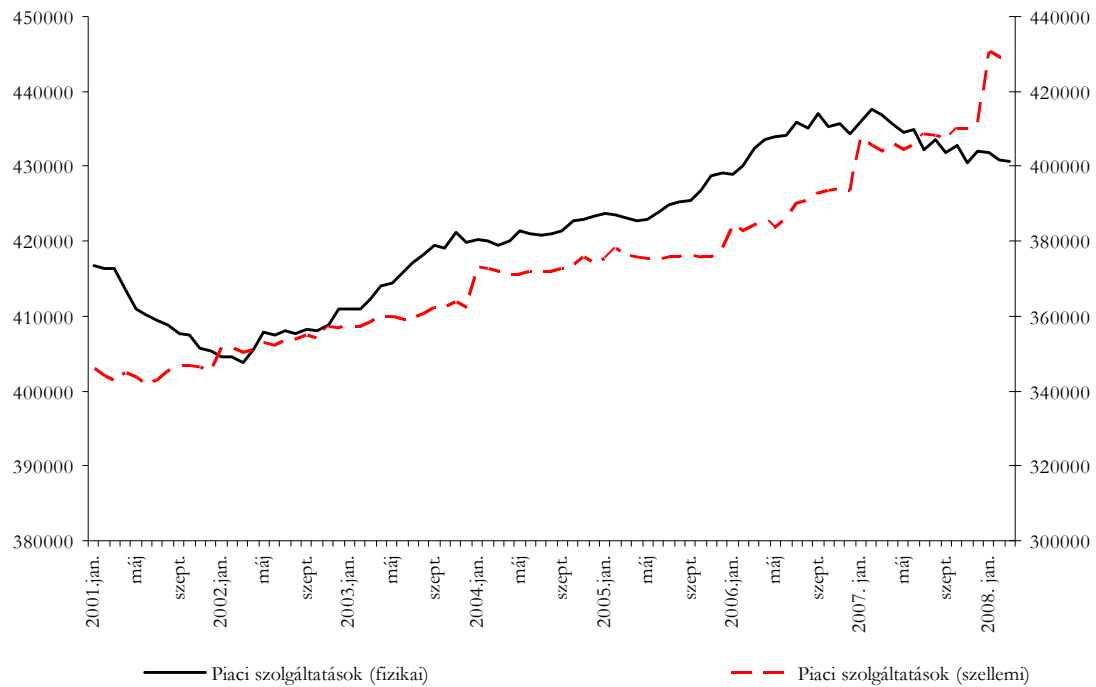
1-16. ábra: A rendszeres bérek alakulása létszám-kategóriák szerint
(éves növekedések)



Becsléseink szerint a garantált bérminimum 2006-os bevezetése csak az 5-19 fős vállalatok esetében okozott kimutatható bérnövelő hatást, ennek mértéke a versenyszféra egészét tekintve 0,3 százalékos lehetett. A dupla minimálbér utáni járulékfizetési kötelezettség hatása 1,8 százalékosra tehető, így 2006 egészében – a hatósági intézkedések miatt – bekövetkezett bérgyorsulás összhangban van korábbi becsléseink eredményével¹¹. A 2007 elején bekövetkezett garantált bérminimum-emelés mintegy 1,1-1,3 százalékos bérnövekedést okozott, melyből – korábbi eredményeink alapján – 0,5 százalékos lehetett a további fehéredés hatása. Így a bérstatisztikákban megjelenő fehéredésnek körülbelül kétharmadát okozhatták az ezt célzó intézkedések, míg a fennmaradó rész a garantált bérminimum-emelés következménye lehetett. A 2008 eleji garantált bérminimum-emelés már a nagyobb vállalatméret (az 50-250 fős közötti) kategóriákat is érintette, emellett a szolgáltató-szektorban egyre tartósabbá vált a fizikai létszám csökkenése. Mindez arra utalhat, hogy a szakképzett minimálbér 2008-as emelése már jórészt effektívnek tekinthető.

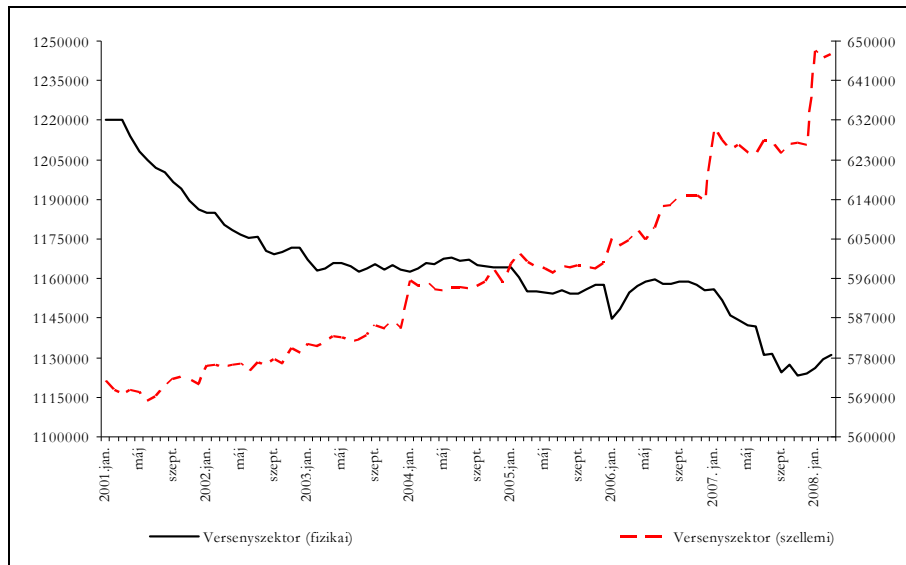
¹¹ Lásd: Eppich Győző-Lőrincz Szabolcs: Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére, MNB-tanulmányok 66.

1-17. ábra: A fizikai és szellemi foglalkoztatottak létszáma a piaci szolgáltató szektorban



2007, illetve 2008 elején további torzító tényező jelent meg a bérstatisztikában, mely a foglalkoztatásban tapasztalt év eleji megugrásokkal hozható összefüggésbe. A torzítás abból ered, hogy az év eleji váratlan létszámnövekedések a gazdaság szerkezetét tekintve nem homogén módon, hanem csak egy-egy csoport körében volt tapasztalható. A munkaköri összetételt tekintve mindkét év januárjában a szellemi munkakörökben foglalkoztatottak létszáma ugrott meg, mely csoport átlagkeresete meghaladja a fizikai foglalkozásúak átlagkeresetét. Így a foglalkoztatottak számában bekövetkező arányeltolódás a bérindexben egy felfelé mutató torzítást okozott.

1-18. ábra: A szellemi és fizikai munkakörökben foglalkoztatottak száma a versenyszektorban
(szezonálisan igazított havi adatok)

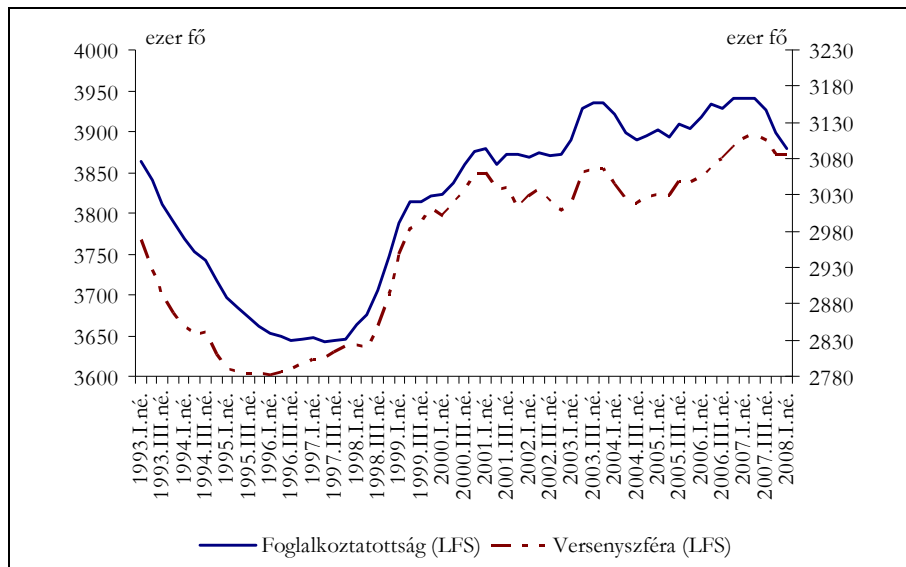


A torzítás megítélésünk szerint a bérstatisztika módszertanából fakad, mivel a KSH csak az 50 főnél többet foglalkoztató vállalatok esetében végez teljes körű adatfelvételt, az 5-49 fős vállalati körben az adatfelvétel reprezentatív mintás eljárással történik. A létszám-kategóriába sorolás évente egyszer, az év elején történik meg, így valószínűsítjük, hogy a létszámadatokban tapasztalt év eleji megugrások az adatfelvételi átsorolások következményei. Az átlagbér növekedésére vonatkozó torzítás mértékének kiszámítását nehezíti, hogy nem rendelkezünk információval arról, hogy az év eleji létszámnövekedések tényleges, az év közben végbemenő folyamatok következményei, vagy csupán a statisztikában megjelenő torzítás. Számításaink szerint a torzítás maximális mértéke 2008-ban 0,5 százalék lehetett (feltételezve, hogy a létszámnövekedés mögött nem áll tényleges gazdasági folyamat), az általunk publikált bérelőrejelzések készítésekor – a fent említett bizonytalanság miatt – azonban eltekintettünk ezen torzítás kiszűrésétől.

Tovább mérséklődő foglalkoztatottság

A februári jelentésben felvázolt alkalmazkodási pálya kisebb mértékű és főként hosszabb távon bekövetkező foglalkoztatás csökkenést vetített előre. A beérkező tényadatok azonban a vártnál erőteljesebb létszámbeli alkalmazkodást mutatnak, bár ennek a munkapiac feszességére gyakorolt hatása korántsem egyértelmű.

1-19. ábra: A foglalkoztatottság alakulása
Szezonálisan igazított negyedéves szintadat, LFS

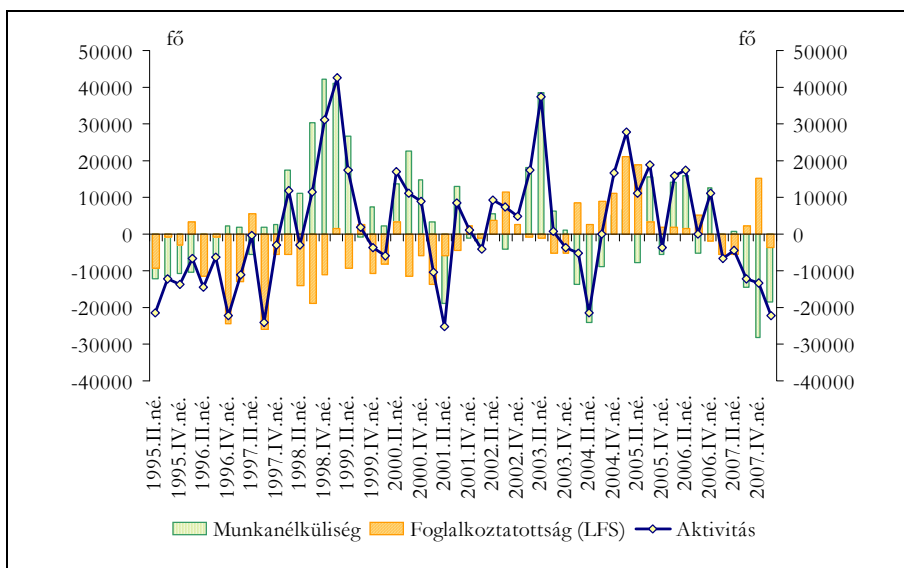


2007. negyedik negyedévében mind a nemzetgazdasági, mind a versenyszférabeli létszám csökkenést mutatott.¹² A februári jelentésben megállapítottakkal ellentétben azonban úgy tűnik, a foglalkoztatottság csökkenése ezúttal nem a munkanélküliségben, hanem az aktivitás mérséklődésében csapódott le. A foglalkoztatottság, aktivitás és munkanélküliség idősorait megvizsgálva látható, hogy ez nem egyedi jelenség. Korábban is megfigyelhető volt, hogy az aktivitás alakulását sokkal inkább a foglalkoztatás, semmint a munkanélküliség változása alakította. Az adatok tanúsága szerint az állásukat elvesztők most is inkább inaktivitásba vonulnak, mint a munkanélküliek csoportjába. Ennek egy részét magyarázhatja a nyugdíjszabályozásból eredő időzítési megfontolás, míg a fennmaradó rész esetében azt valószínűsítjük, hogy az inaktívak körében is létezik egy olyan csoport, amely a többiekénél erőteljesebben kötődik a munkaerőpiachoz.

¹² Az intézményi – azaz az 5 főnél többet foglalkoztató vállalatokat tartalmazó – statisztika szerint 2008. januárjában jelentős megugrást figyelhettünk meg, ennek háttéréről részletesebben szólnunk a fenti keretes írásban.

1-20. ábra: Az aktivitás, foglalkoztatottság és munkanélküliség alakulása

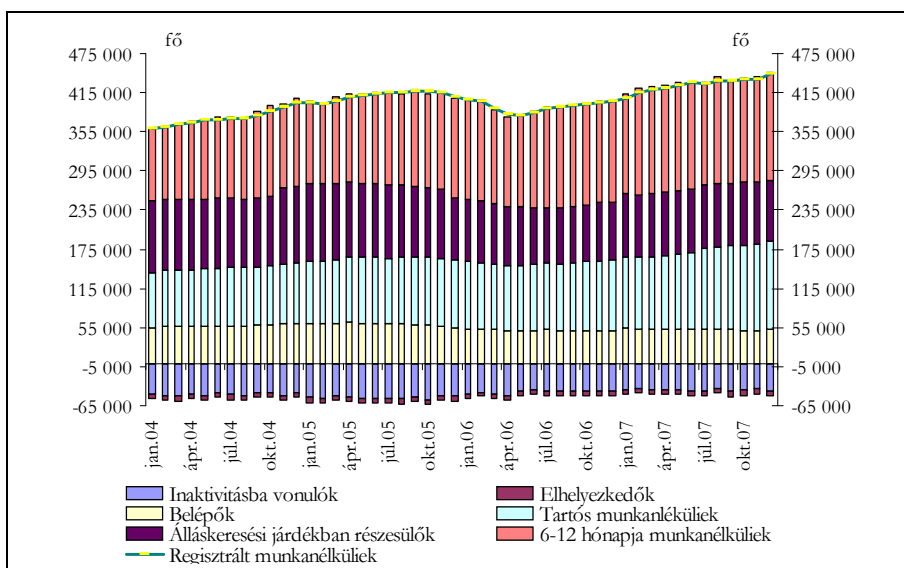
Szezonálisan igazított negyedéves változás, LFS



A munkanélkülieken belül a hosszú távú állástalanok állománya növekvő trendet mutat. A növekvő inaktivitást és a tartós munkanélkülieket látva felmerül, hogy a foglalkoztatásban bekövetkezett csökkenés mennyire járult hozzá a munkapiac lazulásához. Másként fogalmazva a fenti megfigyelések mennyiben ciklikus, illetve tartós folyamatokból adódnak. Jelenlegi ismereteink alapján ezt egyértelműen nem tudjuk eldönteni, mert az aktivitás és a foglalkoztatás ciklikus együttmozgására korábbi időszakokban láttunk példát. A tartós munkanélküliek 2006 óta tartó folyamatos emelkedése viszont a munkapiacra jelen levő strukturális problémákra hívhatja fel a figyelmet.

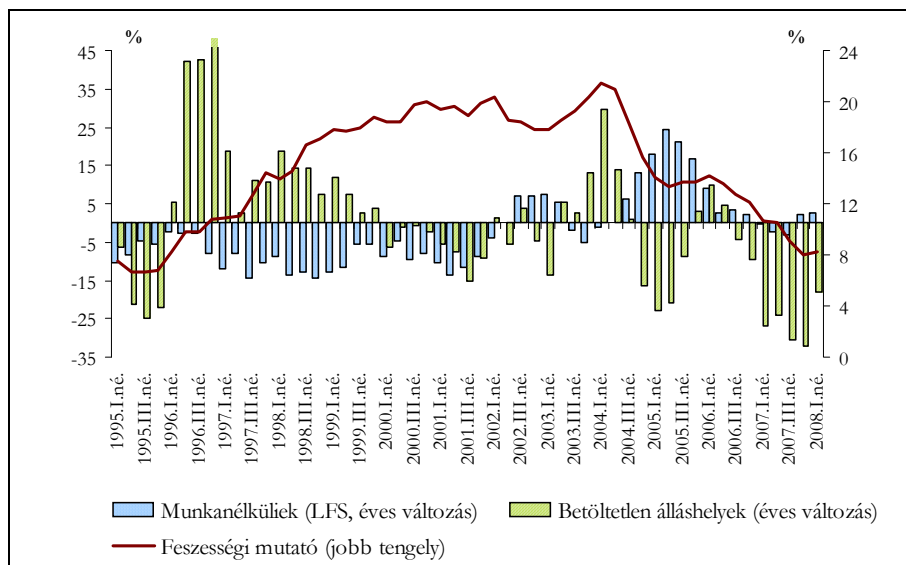
1-21. ábra: A munkanélküliség összetétele

Negyedéves adatok, ÁFSZ



1-22. ábra: A feszességi mutató és komponenseinek alakulása

Szezonálisan igazított negyedéves adatok alapján



Szektorális megbontást tekintve 2007 negyedik negyedévében a feldolgozóiparban a munkakereslet – és ezzel összhangban a ledolgozott munkaórák számának – csökkenését figyelhettük meg, emellett továbbra is csökkenő létszám jellemezte a versenyszféra kisebb súlyú ágazatait is (építőipar, mezőgazdaság, villamos-energia, bányászat). A piaci szolgáltatások esetében azonban egyelőre nem látunk további alkalmazkodásra utaló jelet. Az állami szektorban a tavalyi év utolsó negyedévében is folytatódott a foglalkoztatottak számának mérséklődése.

Összességében megállapítható, hogy a foglalkoztatás inkább az elégtelen munkakereslet miatt csökken, mivel a feszességi mutató elmúlt időszakban megfigyelt emelkedését alapvetően a bejelentett üres álláshelyek csökkenése okozta.

1. 3. Az infláció alakulása

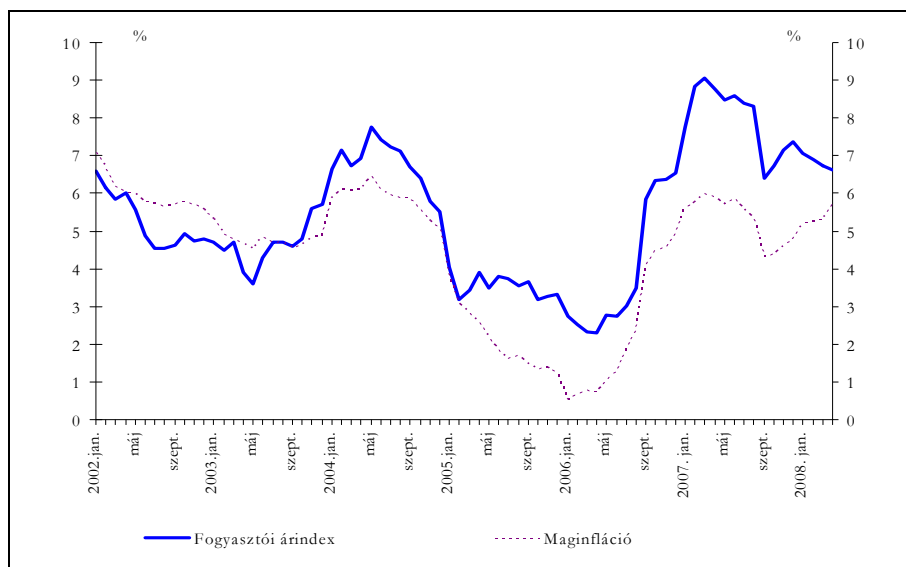
2008 első negyedévében a fogyasztói infláció 6,9, a maginfláció 5,2 százalék volt.¹³ A két index rendre 0,2 százalékpontot csökkent, illetve 0,6 százalékpontot nöött az előző negyedévhez képest.¹⁴

A havi változások alapján elmondható, hogy megindult a dezinfláció, amely ugyanakkor csak lassan bontakozik ki. A dezinfláció a feldolgozott élelmiszerek inflációjának csökkenéséhez köthető, míg az iparcikkek és szolgáltatások inflációs üteme az energiaköltségek emelkedésével összefüggésben emelkedett.

¹³ Az inflációs jelentésben rendszeresen közölt maginflációs előrejelzés az MNB által számított maginflációval vethető egybe, amely 2008 I. negyedévében 5,6 százalék volt.

¹⁴ Az áprilisi fogyasztóiár-index 6,6, a maginfláció 5,7 százalék volt.

1-23. ábra: A fogyasztóiár-index és a maginfláció



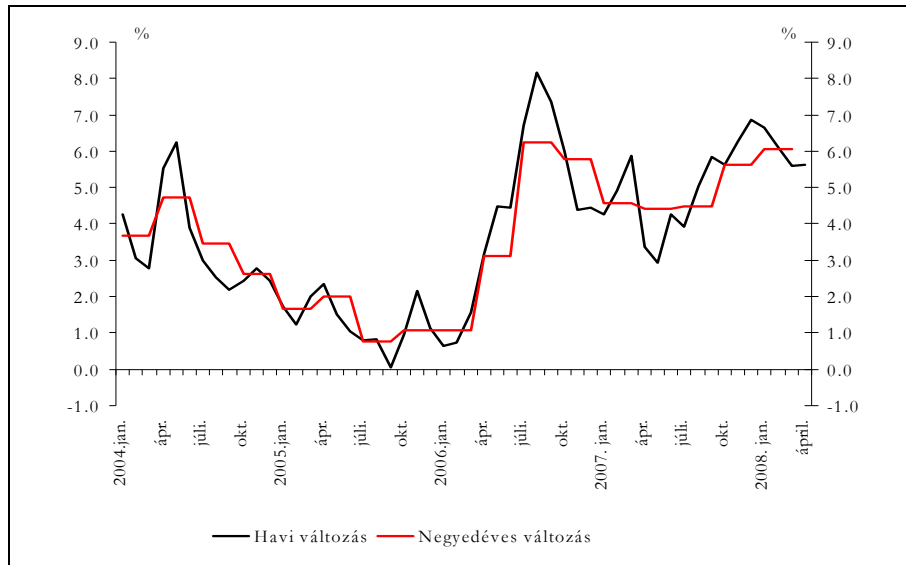
Lassú dezinfláció

Az elmúlt negyedévben folytatódott a nemzetközi inflációs környezet romlása. Egyrészt - bár egyes nyersélelmiszerekben történt némi korrekció -, a nemzetközi nyersanyagárak általában tovább emelkedtek, ami miatt a fogyasztói infláció a fejlett országokban is többéves csúcsra emelkedett. A fogyasztóiár-index gyorsulása azonban alapvetően az energia- és élelmiszer termékcsoporthoz köthető, az ezeken kívüli többi termékcsoporthoz egyelőre nem látszik érdemi gyorsulás.¹⁵

A hazai trendinfláció 2008 első negyedévében a megelőző negyedévhez képest némileg emelkedett és elérte a 6 százalékot. A havi adatok alapján azonban már kibontakozni látszik a csökkenés.

¹⁵Lásd erről részletesebben az 1-2-es keretes írást.

1-24. ábra: Az infláció trendje*
Szezonálisan igazított, évesített adatok



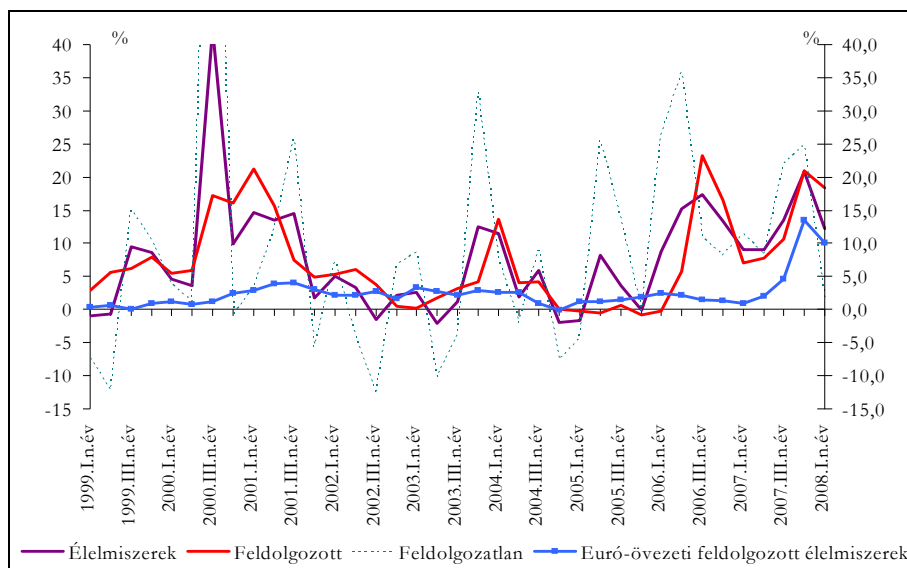
*Az MNB által számolt maginfláció, az indirektadó-változások és a vizitdíj hatásától szűrve.

A maginfláció csökkenése mögött alapvetően a feldolgozott élelmiszerek inflációjának mérséklődése áll, azonban úgy tűnik, hogy ez a mérséklődés nagyon lassú, és március-áprilisban meg is torpant. A termékkörben az euroövezetben elhúzódó, de a magyarnál gyorsabb csökkenést figyelhetünk meg.¹⁶

¹⁶ Felmerül a kérdés, hogy mennyire mozog együtt a magyarországi és az euroövezeti feldolgozott élelmiszer infláció. Az EU-csatlakozás előtti időszakban gyenge együttmozgást figyelhetünk meg a két idősor között. 2004 közepétől szorosabb együttmozgást várhatnánk, mivel a csatlakozás felgyorsíthatja a magyarországi élelmiszerpiac európai integrációját. Ezzel szemben 2006 elejéig a magyar feldolgozott élelmiszer infláció az euró-övezeti alatt, attól kezdve pedig lényegesen föllette alakult. Míg előbbi az EU-csatlakozás rövid távú importárcsökkentő hatásával, utóbbi a 2006-os költségvetési kiigazító intézkedésekkel, illetve 2007-től a nálunk erőteljesebben növekvő energiaárakkal magyarázható.

1-25. ábra: Élelmiszerek inflációja Magyarországon és az euroövezetben

Szezonálisan igazított, évesített negyedéves változás



A feldolgozott élelmiszerek inflációja és az alapanyagok árának változása között nyilvánvalóan kapcsolat van, ezért érdemes megvizsgálni a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói- és a mezőgazdasági termelői árak alakulását. A feldolgozatlan élelmiszer termékcsoport árszintje 2008 első negyedévében igen stabilan alakult, míg a mezőgazdasági termelői árak összességében növekedtek, de egyes termékek esetén elmondható, hogy februárban már megindult a csökkenés.

1-2. keretes írás: Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?

A kőolaj és a fémek árának határozott emelkedése a nemzetközi piacokon évek óta megfigyelhető folyamat. Az elmúlt évben kialakuló új fejlemény ugyanakkor az olajárak emelkedésének gyorsulása, illetve az élelmiszer nyersanyagok áremelkedésének jelentős megugrása.

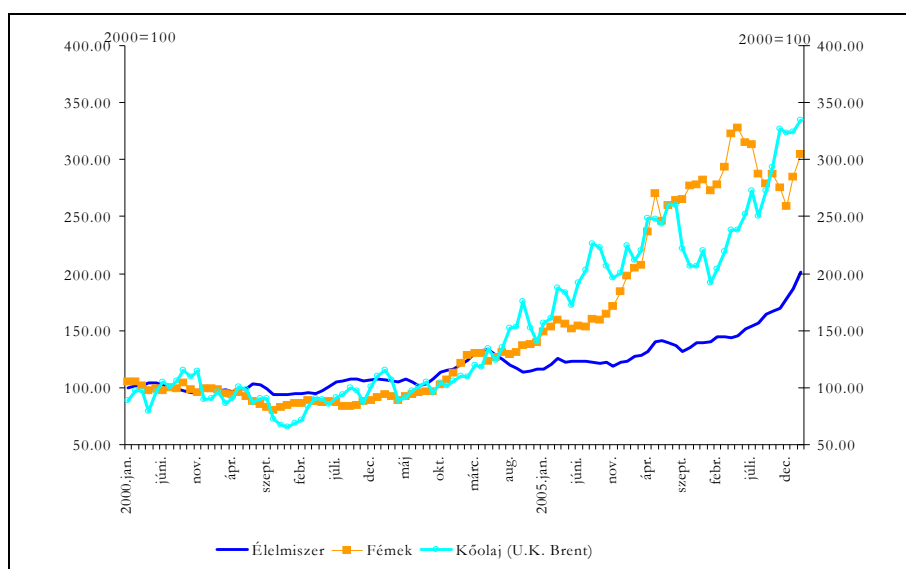
A nyersanyagárak emelkedését az elemzések többféle tényezővel magyarázzák, amelyek relatív fontosságát illetően meglehetősen nagy a bizonytalanság. Keresleti oldali tényezőként egyrészt a növekvő kelet-ázsiai kereslet lehet a magyarázat. Ez a tényező hosszú távú, trendszerű emelkedést indokol a jövőben is, ugyanakkor kérdéses, hogy a közelmúltban megfigyelt robbanásszerű emelkedésért mekkora részben tehető felelőssé. Az élelmiszer nyersanyagok iránti kereslet növekedését a bioüzemanyag-gyártás céljára történő felhasználás is indokolhatja. A bioüzemanyag-gyártást egyrészt az állami támogatások serkentik, másrészt a kőolaj árának emelkedésével a termelés nyereségesebbé válik. Ez a tényező ugyanakkor gazdaságpolitikai intézkedésekkel (a támogatások visszavonásával) idővel megszüntethető. Kínálati oldalról a kedvezőtlen időjárás okozhatta a nyers élelmiszer árak emelkedését, amely vélhetően átmeneti tényezőnek tekinthető, ugyanakkor ilyen szélsőséges időjárási körülmények kialakulásának valószínűsége a globális éghajlatváltozás következtében hosszútávon növekedhet.

Az élelmiszerárakon kívül az egyéb nyersanyagok árának emelkedése miatt felmerül, hogy olyan tényező is hathat, ami nem kizárólag az élelmiszerekhez kapcsolódik. Így kiegészítő

magyarázatként adódik, hogy a nyersanyagárak jelenlegi emelkedéséért részben a laza amerikai monetáris politika felelős.¹⁷ Az érvelés lényege, hogy az alacsony kamatok kínálati oldalon a nyersanyag kitermelés csökkentését, a készletek növelését, keresleti oldalon pedig a nyersanyag termékekbe való befektetést ösztönzik, amit az értékpapír-piaci bizonytalanság tovább erősíthetett. A kínálati oldali hatást az magyarázza, hogy alacsony kamatoknál nagyobb várható megtérüléssel jár, ha a nyersanyagok kitermelését elhalasszák, és a későbbiekben, magasabb áron értékesítik.

Mivel a nyersanyagpiacok alapvetően dollárban árazódnak, így számos elemző szerint az árak emelkedését részben az amerikai dollár gyengülése magyarázza. Meg kell ugyanakkor jegyeznünk, hogy a nyersanyagárak emelkedése euróban kifejezve is megfigyelhető volt, bár a mérték kisebbnek mutatkozott.

1-26. ábra: Nyersanyagok világpiaci ára USD-alapon
2000 év átlaga = 100

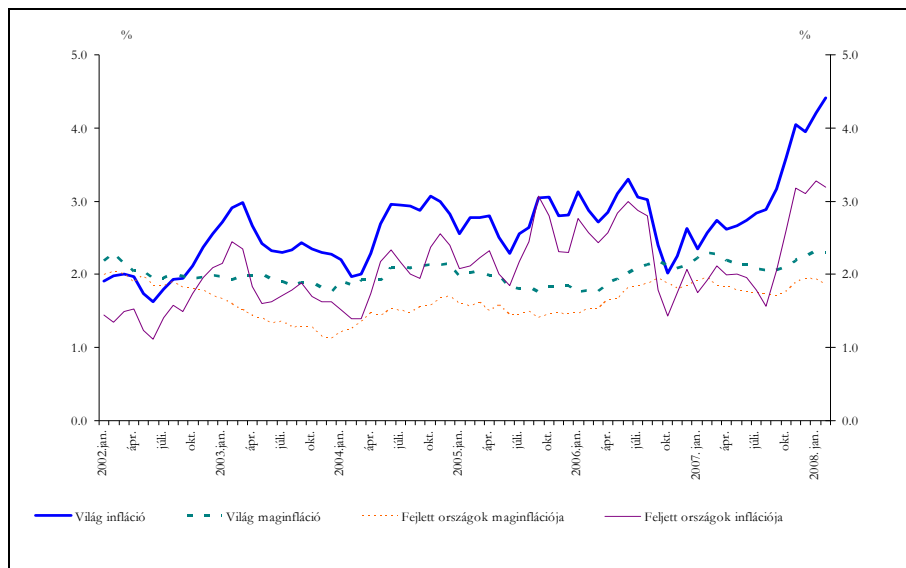


Forrás: IMF International Financial Statistics.

A nyersanyag és élelmiszerárak emelkedése a fogyasztói árak alakulásában is tükröződött, az infláció az egész világon több éves csúcsra emelkedett az elmúlt hónapokban. A nyersanyagok áremelkedése azonban a termékkörök szélesebb körét egyelőre nem érintette, ami miatt a hagyományos megközelítéssel számolt (élelmiszereket és energiát nem tartalmazó) maginflációs mutatók stabilan alakultak, nem követték az alap („headline”) mutató jelentős gyorsulását.

¹⁷ Jeffrey Frankel: The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices. In: *Asset Prices and Monetary Policy*, John Campbell, ed., U.Chicago Press, 2007.

1-27. ábra: Infláció és maginfláció a világban és a fejlett országokban*



*Forrás: International Monetary Fund (2008) World Economic Outlook, April adatbázis.

Mivel a jegybankok monetáris politikai eszközei azonban csak késleltetve érik el a hatásukat, ezért a lépéseiket inflációs előrejelzésre alapozzák. Az előrejelzéshez szükség van olyan mutatókra, amelyek jól jelzi előre az árstabilitással kapcsolatos kockázatokat. E célra számos jegybank (Fed, EKB, az angol, a kanadai, a svéd stb.) használ úgynevezett maginflációs mutatókat, melyek többnyire abban különböznek a tisztítatlan indexektől, hogy egy vagy több olyan termékfeleség áralakulását kihagyják belőle, amelyek rövidebb távon határozott irányzat nélkül, nagy ingadozást mutatnak, így jobban tükrözik az inflációs folyamat hosszabb távú változásait. Egyik ilyen legelterjedtebb mutató, a már említett, az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó maginflációs mutató.

Egyes termékkörök kihagyását a trendinflációból azzal lehet indokolni, hogy egyes termékek piacán a sokkok gyakoriak és a piaci egyensúlytalanságok korrekciója tovább tart az átlagosnál. Ha például egy rossz termés bizonyos mezőgazdasági termékek kibocsátását visszaveti, az ár meg fog ugrani, mert rövid távon nem lehet a kieső kínálatot pótolni. Az ilyen átmeneti inflációs nyomást valószínűleg máskor – talán éppen a következő évben – egy ellentétes sokk kompenzálni fogja, azaz hosszabb távon, ahol átlagban a kereslet és a kínálat egyensúlyba tud kerülni, az uralkodó inflációs trend fog kialakulni. Ezzel szemben a feldolgozóipari termékek piacán ritkábbak az ilyen esetek, mert a termelés tipikusan többletkapacitások mellett folyik, tehát a keresleti és a kínálati egyenlenségeket a készletezés is mérsékelheti. Ilyen esetekben a maginfláció segít abban, hogy a statisztikai „zajt” kiszűrjük az adatokból. Nem optimális ugyanis minden ilyen átmeneti és részpiacokat érintő sokkra a jegybanknak reagálnia, amit azután kiszárvartva valószínűleg vissza kell fordítania.

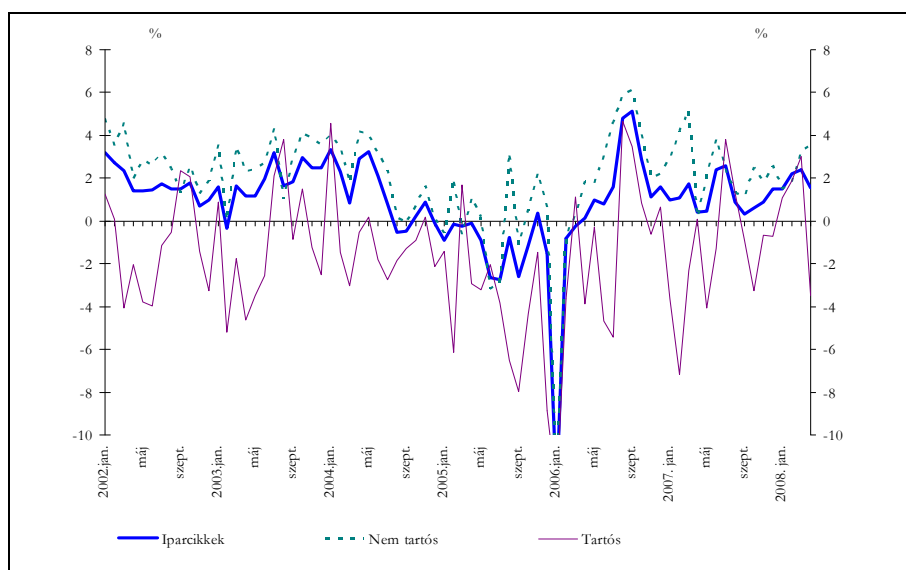
Mint az előzőekben említettük, az elmúlt időszakban a maginfláción kívüli termékcsoportok alakulása megváltozott, a korábban jellemző nagy volatilitás helyett trendszerű áremelkedést figyelhettünk meg számos nyersanyag és élelmiszer árának emelkedésében. Ha nem átmeneti sokkok mozgatják e termékek árát, hanem a relatív árak tartós változása, vagy a világgazdaság általános túlfűtöttsége, akkor az ezeket kiszűrő mutatószámok nem adnak jobb előrejelzést a jövőben várható inflációs folyamatokról.

Ellenkezőleg, az élelmiszer és nyersanyagár infláció előrejelző indikátora lehet a termékek szélesebb körére kiterjedő áremelkedésnek.

Az infláció csökkenését lassította a 2007 októbere óta megfigyelhető emelkedés az iparcikkek inflációjában. Ebben szerepe van a tartós iparcikkek áralakulásának, amelyeknek havi inflációja az év első három hónapjában szignifikánsan pozitív volt. Erre az inflációs célkövetés rendszerének bevezetése óta mindössze egyszer volt példa, 2006. augusztus-október között, akkor jelentős forint árfolyamgyengülés mellett. Egy terméknek, a használtautó árának a szokatlanul nagymértékű emelkedése jelentős hatást gyakorolt a teljes termékkörre, ugyanakkor ennek a hatásnak a kiszűrésével megmutatható, hogy a tartós iparcikkeken belül az áremelkedés általános jelenségnek bizonyult az első negyedévben. A fenti képet némileg árnyalja, hogy a termékkör árai három hónap növekedése után áprilisban ismét csökkentek.

Az emelkedő iparcikk-inflációban vélhetően a költségoldali sokkok, különösen az év elején jelentősen megemelkedett termelői elektromosenergia-árak, illetve a tavalyi év második felében gyengülő forint-euro árfolyam költségnövelő hatása jelentkezhethet. Értékelésünk szerint ugyanis a februári-márciusi forint-euro árfolyamgyengülés ezidáig csak elhanyagolható mértékben emelhetette az első negyedéves indexet, az iparcikkek euroövezeti fogyasztói inflációja pedig nem emelkedett a vizsgált időszakban.

1-28. ábra: Az iparcikkek inflációja
Szezonálisan igazított, évesített havi változás



A piaci szolgáltatások inflációja 2008 I. negyedévében a negyedéves elmozdulásokat vizsgálva lényegében változatlan maradt az előző negyedévhez képest. Hasonló a kép a havi frekvenciájú adatokat vizsgálva is, miszerint a piaci szolgáltatások évesített havi áremelkedése márciusban elérte a korábbi években megszokott 5-7 százalékos sáv felső szélét, áprilisban ugyanakkor visszatért a fent említett sáv közepére.

1-29. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja

Szezonálisan igazított, évesített egyhavi változás



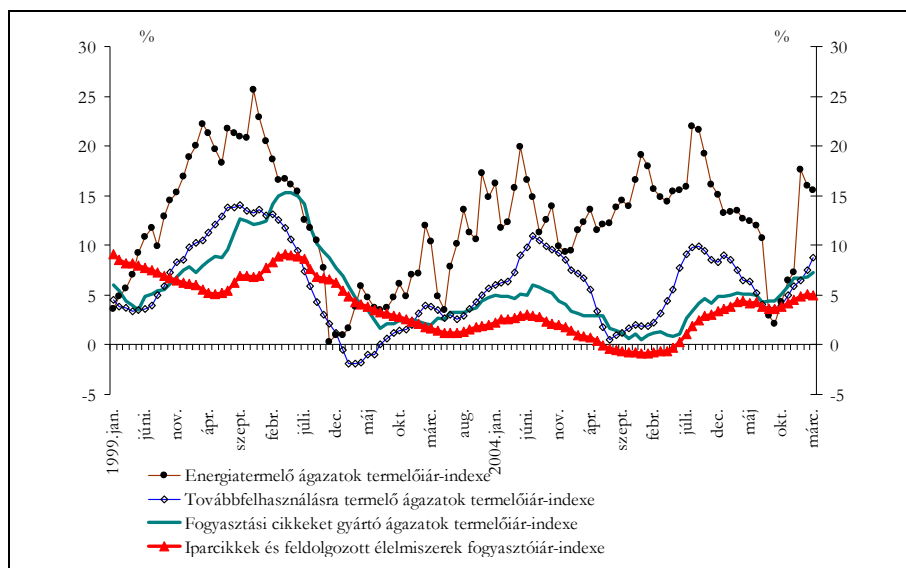
A novemberi és februári inflációs jelentésben egy olyan inflációs pályát jeleztünk előre, amelyben a 2008-as év elején, különösen a második negyedévtől kezdve az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja átmenetileg megemelkedik költségoldali sokkok miatt.¹⁸ Az első negyedév adatai alapvetően összhangban vannak ezzel a pályával, az áprilisi adatok azonban némileg elbizonytalanítják megítélésünket a költségoldali sokkok megjelenésének nagyságáról és annak időzítéséről, illetve a sokkok ellenében ható fogyasztásszűkülés hatásáról.

A termelői árak különféle részindexei és a fogyasztói árak közötti kapcsolatot megvizsgálva azt találjuk, hogy a korábbi évek tapasztalatai alapján, az energia termelő ágazatok termelői árának emelkedése a továbbfelhasználásra termelő, majd a fogyasztói cikket gyártó ágazatok termelői árain keresztül némi késleltetéssel begyűrűzött az iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek fogyasztói árába.¹⁹ A 2008 márciusig rendelkezésre álló termelői árindexek alapján az látható, hogy a januári energiaár-emelkedést a továbbfelhasználásra termelő ágazatok termelői árindexének emelkedése követte, ami egyelőre mérsékelten tükröződik az iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek fogyasztói árában. Ezért vélhetően a termelői energia árának emelkedése a fogyasztói árakban erőteljesebben az elkövetkező hónapokban jelenhet meg.

¹⁸ A költségoldali sokkok közül jelentős az elektromos energia árának év eleji emelkedése. Információink szerint a korábban becsült 20 százalékos körüli vállalati elektromosenergiaár-emelés átlagosan valamivel nagyobb lehetett. A pontos érték nem ismert, ugyanis a KSH által közölt termelői árak az elektromos energia esetében nem elkülöníthetően tartalmazzák a lakosságnak és a közintézményeknek szolgáltatott energia árát is, amely a vállalati áránál kevésbé emelkedett. További nehézséget jelent a releváns vállalati költségemelés nagyságának megbecslésében, hogy a vállalatok egy része (3*50A alatti kisfogyasztók) lakossági energiát használ.

¹⁹ Az iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek fogyasztóiár-indexének használatát az indokolja, hogy a piaci szolgáltatásoknak nincs termelői árak megfelelőjük, így ezeket a maginflációs termékek közül elhagytuk.

1-30. ábra: Termelői és fogyasztóiár-indexek
Szezonálisan igazított, előző év azonos hónapjához viszonyított változás



Az egyéb tételek az infláció emelkedése irányába hatottak

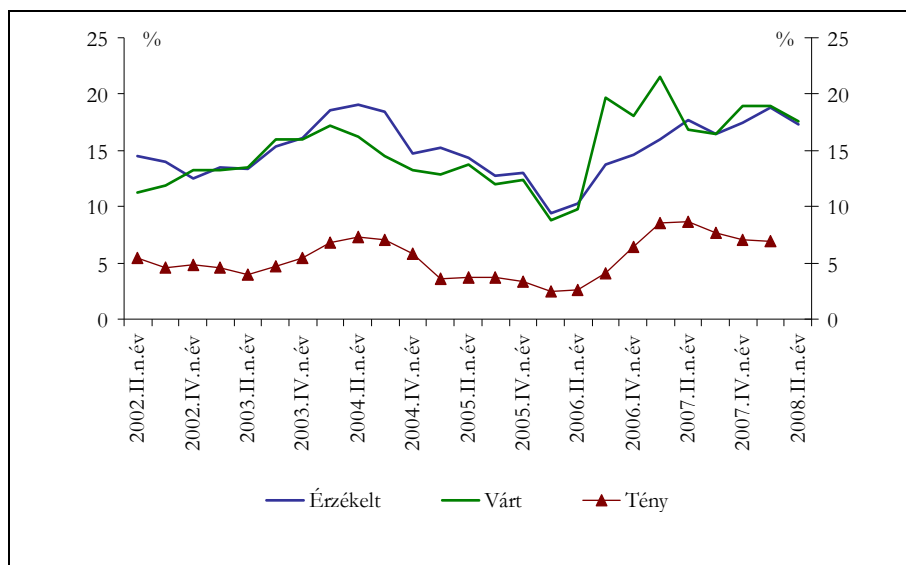
A járműüzemanyag ára 2008 első negyedében az előző negyedévhez képest 4,6 százalékkal, az előző év azonos időszakához képest 18,1 százalékkal emelkedett. Az áremelkedést a kőolaj világpiaci árának emelkedése okozta.

Míg keresleti oldalról a költségvetési kiugazítás közvetetten segítette a dezinflációt, a kormányzati szektor a hatáskörébe tartozó árképzésén keresztül továbbra is hozzájárult a hosszú távú inflációs cél feletti árnövekedés kialakulásához. A szabályozott árak 2008 első negyedében az előző év azonos időszakához képest 6,9 százalékkal növekedtek. A termékcsoport inflációját ellentétes hatások alakították: a lakossági energia és az önkormányzati hatáskörbe tartozó termékek árai 4 negyedév alatt 10 százalék körüli vagy azt meghaladó mértékben drágultak, míg a telefon szolgáltatás árának 1 százalék alatti, és a gyógyszerek árának 2,3 százalékos éves emelkedése fékezte a termékkör áremelkedését.

Mérséklődő inflációs várakozások

A 12 hónapra előretekintő lakossági várakozásokat mérő mutató - az elmúlt 12 hónapban érzékelt inflációval párhuzamosan - némileg csökkent az előző negyedévhez képest. Kedvező fejlemény, hogy 2007. II. negyedéve után először mutat érdemi csökkenést a lakosság által várt infláció értéke, ugyanakkor a várakozások szintje történeti összehasonlításban továbbra is magas.

1-31. ábra: Lakossági inflációs érzékelés és várakozás*



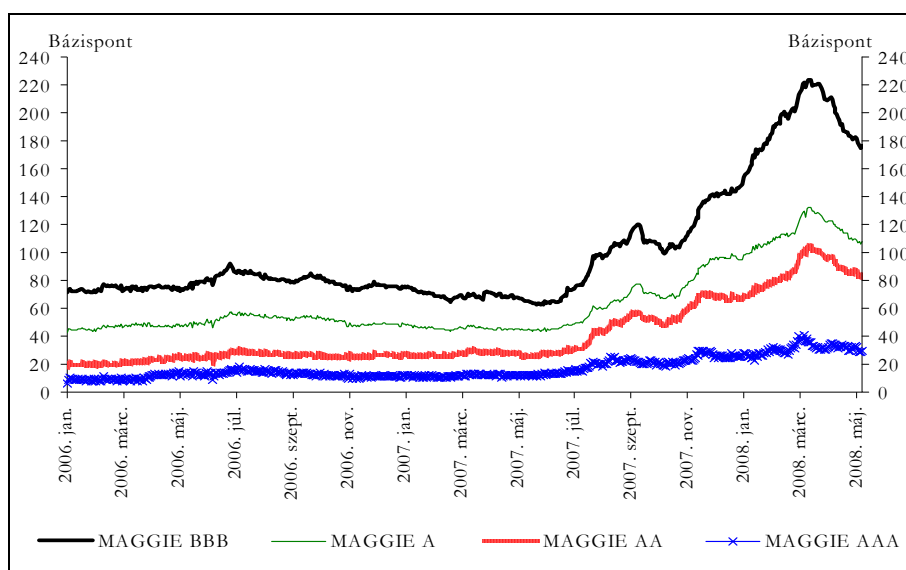
*Saját számítás a Medián felmérése alapján.

2. Pénzügyi piacok

Az elmúlt hónapok során a globális piaci hangulatot továbbra is az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piachoz kapcsolódó veszteségek pénzintézetekre gyakorolt hatása, valamint a hitelválság reálgazdasági következményeinek valószínűsített alakulása befolyásolta. A szűkülő hitelkondíciók arra utalnak, hogy a válság kedvezőtlen hatásai a korábban vártnál jobban elhúzódnak. Ez tükröződik abban, hogy mind a befektetési bankok, mind pedig a nemzetközi intézmények lefelé módosították a gazdasági növekedésre vonatkozó prognózisukat. Ugyanakkor egyre több elemzés és nyilatkozat utal arra, hogy a további veszteségeket és hatásokat övező bizonytalanság csökkent, és a válság legnehezebb részén már túl vannak a nagy gazdaságok.

A globális pénzügyi piacok hangulata szempontjából – a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát mutató indexek alakulása alapján – a legutóbbi inflációs jelentésünk óta eltelt időszakot két részre lehet osztani: március végéig csökkent a befektetők kockázati étvágya, növekedtek a hitelfelárak, április és május folyamán viszont visszatérni látszott a piaci optimizmus. Ez a különféle kockázati indexek és hitelfelárak csökkenése mellett tükröződik a fejlődő országok devizáinak erősödésében is.

2-1. ábra: Kockázati indexek alakulása*



*Euróban denominált adósság felárát tükröző mutatók, hitelminősítés szerint bontásban.

Forrás: J.P. Morgan.

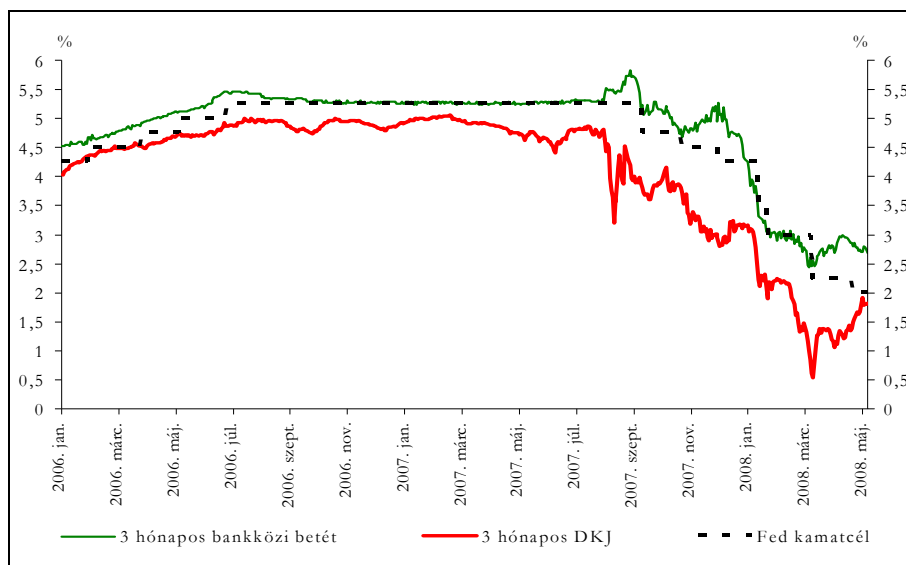
Folytatódott a befektetési banki veszteségek nyilvánosságra kerülése, ezek a hírek azonban sokszor nem eredményezték a részvényárfolyamok csökkenését. Ez azt mutatja, hogy a befektetők fontosabbnak tartják a bizonytalanság csökkenését a jövőbeli jövedelmezőséget illetően, mint amennyire kedvezőtlennek tartják a konkrét bejelentett veszteségeket. A főbb jegybankok újabb likviditásbővítő eszközökkel próbálták segíteni a bankközi pénzpiacot tavaly nyár óta fennálló nyomást. Emellett sor került a második egyéni segítségnyújtásra is: a Bank of England precedense után az amerikai jegybank, a Fed is aktívan közreműködött az egyik legnagyobb befektetési bank, a Bear Stearns megmentésében. Ez azt mutatja, hogy

a fejlett országok jegybankjai nagymértékben hajlandóak elkötelezni magukat a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése érdekében.

A bankközi piacot továbbra is a likviditás szűkössége és a bizalomhiány jellemezte. Ennek nyomán az egyforma lejáratú bankközi pénzügyi és állampapír hozamok közti különbség mind az euro, mind a dollár esetében a historikus csúcsok közelébe emelkedett. Azonban míg a tavaly nyári és a decemberi megugrást egyértelműen a bankok fokozott likviditási igénye és a bankok közötti bizalom hiánya okozta, az idej emelkedés a legtöbb elemző szerint nagyrészt a bankok szolvenciájával kapcsolatos aggodalmakkal állt összefüggésben. A kockázatvállalási hajlandóság alacsony mértékét mutatja az is, hogy március elején még az euró-zóna – Németországtól különböző – országainak állampapírjai iránti kereslet is számottevően visszaesett, ami a német állampapírhoz képesti felár szokatlan mértékű kitágulásában, és sok esetben a piacok kiszáradásában öltött testet.

A Fed március közepén 75 bázisponttal, majd április végén 25 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatcélját; utóljára 2004 végén állt a jelenlegi, 2 százalékos szinten az alapkamat. Jóllehet az elmúlt két hónap során további kamatcsökkentéseket is áraztak év végéig a piacok, jelenleg nem számítanak további monetáris lazításra. A legutóbbi kamatdöntés közleménye is ezt támasztja alá: elhagyták a növekedés lefelé mutató kockázatainak említését, és a korábbiakban jellemző, jövőbeni kamatcsökkentésre történő utalásokat semleges irányultságú szövegezés váltotta fel. Ennek hatására a dollár az április 22-i történelmi mélypontjáról mintegy 3 százalékkal erősödött május közepéig az euróval szemben.

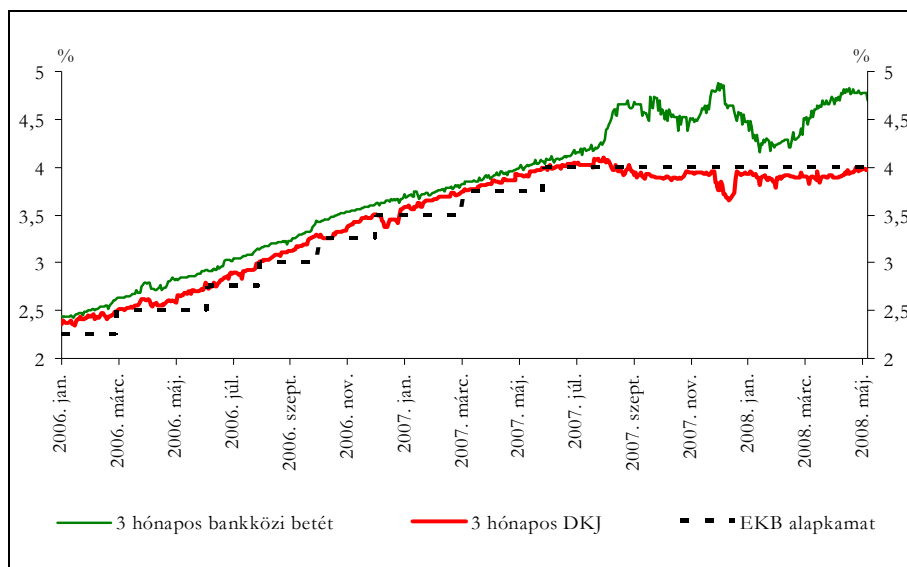
2-2. ábra: A Fed kamatcélja, valamint a három hónapos dollár bankközi és állampapírpiaci hozam



Az európai növekedési kilátások továbbra is lényegesen kedvezőbbek a tengerentúliaknál, azonban az elmúlt hónapokban jobban előtérbe kerültek a szűkülő hitelkondíciók, valamint a dollárral szemben történelmi csúcsra erősödő euro növekedést visszafogó hatásai. Jóllehet az Európai Központi Bank is lefelé módosította növekedési prognózisát, az inflációs kockázatokat következetesen hangsúlyozó jegybanki kommunikáció eredményeképpen eltűntek a kamatcsökkentési várakozások, és a piac év végéig inkább szigorítást tart

elképzelhetőnek. A G7 országok közös közleményükben most először emeltek szót a legfontosabb devizaárfolyamok túlzott volatilitása ellen, melyet követően egyes piaci szereplők közös (Fed és EKB) devizapiaci intervencióra kezdtek számítani, erre azonban nem került sor.

2-3. ábra: Az EKB alapkamata, valamint a három hónapos euro bankközi és állampapír-piaci hozam



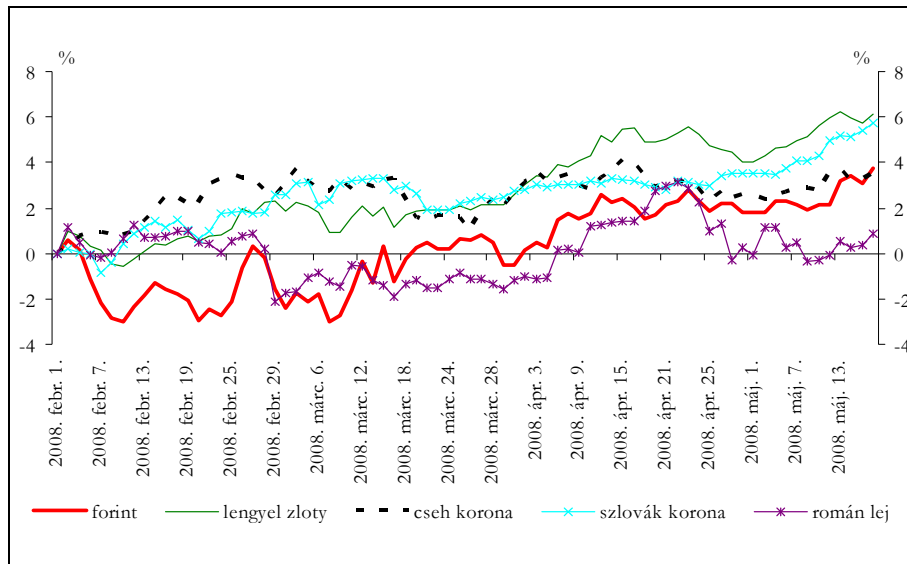
Míg a fejlett országok jegybankjai számára a legfőbb dilemmát a hitelválság okozta recesszió, illetve a magas élelmiszer- és nyersanyagárak miatt emelkedő infláció ellentétes hatásaihoz kapcsolódó relatív kockázatok megítélése okozta, addig a feltörekvő piacok jegybankjai számára további problémát jelentett az elvárt kockázati prémium megemelkedése. Így a feltörekvő gazdaságok jegybankjainak többsége – a nyersanyag- és élelmiszerárak, valamint a kockázati prémium együttes emelkedésére reagálva – szigorítani kényszerült monetáris politikáján.

Ez a folyamat a közép-kelet-európai régióban is megfigyelhető volt. Lengyelországban februárban és márciusban is 25 bázispontos kamatemelésre került sor, és további monetáris szigorítást áraznak a piacok. Csehországban februárban került sor egy 25 bázispontos szigorításra, így jelenleg 3,75 százalékon áll az alapkamat. Jóllehet ez többéves csúcsot jelent, még így is ez az EU egyetlen országa, ahol az EKB alapkamatát nem éri el az irányadó kamat. Szlovákiában nem változott a kamatszint; az ország hivatalosan is engedélyt kért az euro 2009-es bevezetésére, melyet a várakozások szerint az Európai Bizottság pozitív értékelése után az Európai Pénzügyminiszterek Tanácsa (ECOFIN) jóváhagy majd.

A kedvezőtlen globális piaci hangulat idején, februárban és március elején jellemzően gyengültek a magas kamatozású devizák. A legnagyobb leértékelődést az izlandi korona szenvedte el, mely idén már 25 százalékot gyengült. Mindezek ellenére a régió legtöbb országának fizetőeszköze erősödni tudott. A forint árfolyama ezidőtájt elszakadt a közép-kelet-európai devizáktól, és március közepéig leginkább a török lírával, illetve kisebb mértékben a dél-afrikai randdal és a brazil reállal mozgott együtt. A leszakadásban szerepe lehetett annak is, hogy míg az S&P pozitív kilátásba helyezte Szlovákia és Lengyelország

hitelminősítését, a Fitch pedig felminősítette Csehországot, addig a magyar adósság minősítésének kilátását az S&P negatívra változtatta. Kedvező azonban, hogy március végétől kezdve már ismét a régióval, főként a zlotyval figyelhető meg erősebb együttmozgás.

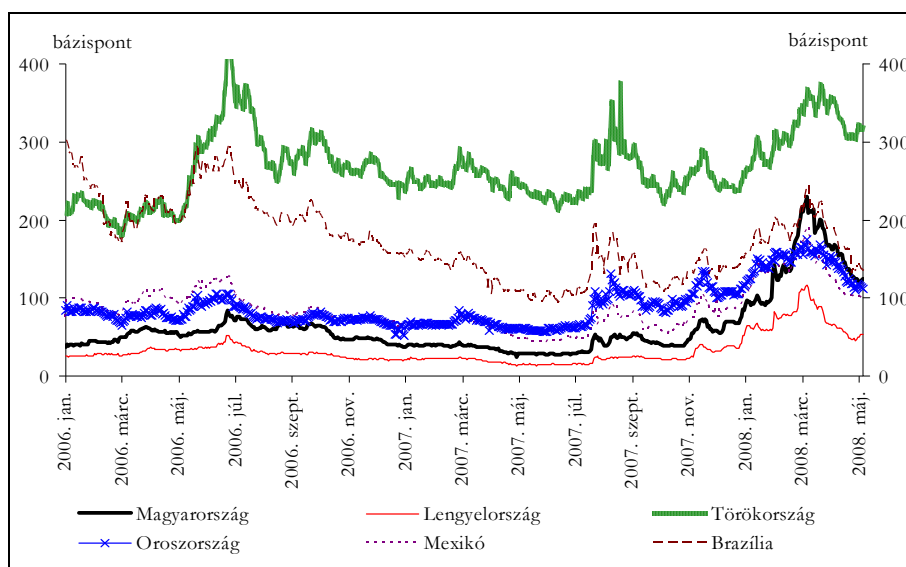
2-4. ábra: A régiós devizák árfolyamának változása (2008. február 1. = 0)*



*A pozitív érték az euróval szembeni felértékelődést jelent

A fejlődő piacok kockázati megítélésének romlása, valamint a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése a credit default swap (CDS) árak radikális, március közepéig tartó emelkedésében is tükröződött. Ezen származtatott termékek árai, melyek az adott ország devizakötvényéhez kapcsolódó fizetésképtelenség ellen nyújtanak fedezetet, Magyarország esetében messze nagyobb mértékben emelkedtek, mint a régió más országaiban, és megelőzve Mexikó és Oroszország CDS árát, Bulgáriáéval, Brazíliáéval és Észtországéval került egy szintre. Március közepe óta, a globális hangulat javulásával párhuzamosan a CDS-árak is jelentősen csökkentek, Magyarország felára továbbra Brazília és Észtország felárának szinte körül alakul.

2-5. ábra: A CDS felárak alakulása egyes feltörekvő országokban

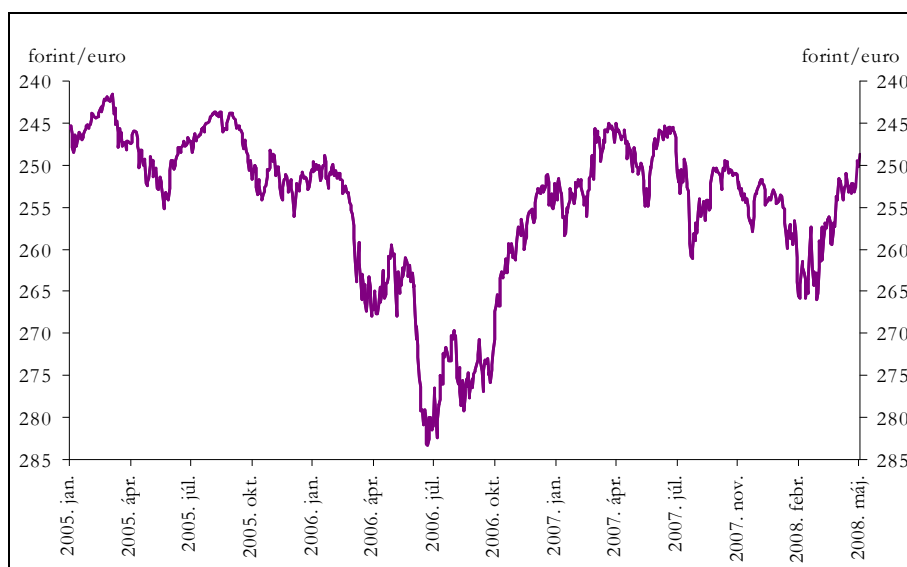


Az MNB és a Kormány február 26-i hatállyal eltörölte az euro/forint árfolyam ingadozási sávját. A hírt a piacok kedvezően fogadtak, a forint erősödött. A döntés idején az árfolyam távol volt a sáv szélétől, valószínűleg ennek is köszönhető, hogy az elemzők árfolyamvárakozásait alapvetően nem rajzolta át. Az elemzői felmérések egyelőre nem tartalmaznak a korábbi sávon kívül eső árfolyam-előrejelzéseket, és az opciós jegyzésekből kinyerhető előretékintő volatilitás mértéke is visszatért a sáveltörlés előtti szintekre a március eleji turbulens időszakot követően.

A sáveltörlés bejelentése után néhány nappal, az állampapír-piaci hozamok számottevő emelkedésével párhuzamosan jelentős forintgyengülés következett be, jöllehet a hozamemelkedés mértékéhez képest a forint leértékelődése mérsékeltnek tekinthető. Március közepe óta viszont a forint nagymértékben, mintegy 5 százalékkal erősödött. Ezt a trendet csak átmenetileg, rövid időre törte meg a kormányválság híre.

Az árfolyam elmúlt két hónapban tapasztalt, sokak által meglepőnek tartott stabilitása mögött több ok is meghúzódik. Vélhetően a közelmúltban jelentősen megemelkedett forint hozamok nemcsak vonzóvá tették a forint eszközök tartását, de drágították a forint elleni devizapozíciók felvételét is. Ennélfogva azok a befektetők, akik februárig forint elleni spekulatív pozíciókat nyitottak, látva az árfolyam stabilitását, pozíciójuk zárása mellett dönthettek. Ezt támasztja alá a külföldiek forint melletti nyitott pozíciójának elmúlt két hónapban tapasztalt emelkedése, és FX-swap állományuk csökkenése.

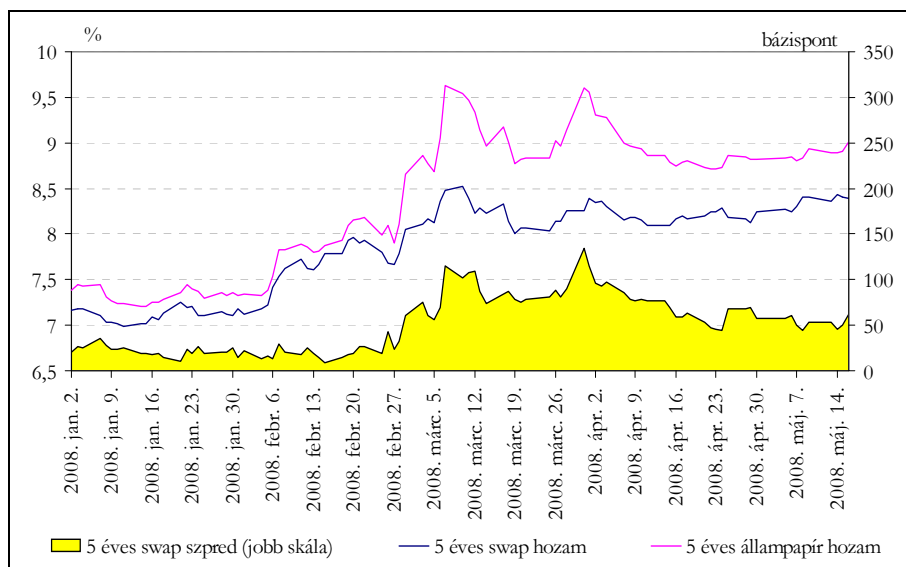
2-6. ábra: A forint/euro árfolyam alakulása



A hazai pénzügyi piacokat az elmúlt hónapokban érő hatások közül kiemelkedik az állampapír-piaci hozamemelkedés és a likviditás szűkülése. Az állampapír-hozamok lassú emelkedése már hónapok óta megfigyelhető volt, február végén azonban a kötvénypiacon szokatlan turbulencia alakult ki, mely gyors, nagymértékű hozamemelkedésben és a piac átmeneti kiszáradásában öltött testet. A kötvényhozamok emelkedésénél enyhébb mértékű volt a kamatcsereügyletek (IRS, interest rate swap) hozamának emelkedése, ami az ún. swap szpredek szokatlan mértékű kitágulását eredményezte. Az elsődleges állampapír-forgalmazóknál a közelmúltban felhalmozott, swap ügylettel fedezett kötvényállományon így egyre nagyobb – nem realizált – veszteség képződött. Egy bizonyos veszteségszint elérése után egyes szereplők pozíciójuk zárására kényszerültek, ami a kötvényhozamok további emelkedéséhez, és a swap szpredek további tágulásához, valamint a piaci likviditás további csökkenéséhez vezetett.

A rendkívüli helyzet mögött több, egymást erősítő ok húzódott meg. A külföldi szereplők piaci értesüléseink szerint még a megemelkedett hozamszintek mellett sem tudták mérlegüket magyar állampapírokkal terhelni, a hazai nyugdíjpénztárak pedig a részvények javára történő portfólióátrendezési kötelezettségük miatt nem tudtak megjelenni a vevői oldalon. A nyomást enyhítette az ÁKK új kibocsátási terve, mely a hosszú lejáratú finanszírozás egy részének rövidebb futamidejű papírokkal történő helyettesítését tartalmazta, csökkentve ezzel a hosszú papírok kínálatát. Március közepétől a kötvényhozamok jelentősen mérséklődtek, leszámítva egy átmeneti hozamemelkedést március végén a kormánykoalíció várható felbomlásának hírére, ennek ellenére továbbra is számottevően a február vége előtti szintek fölött állnak. Jóllehet a swap szpredek is jelentősen mérséklődtek, az állampapír hozamok továbbra is némileg meghaladják a bankközi piaci (BUBOR, FRA, IRS) hozamokat, ezért feltételezzük, hogy még a rövidebb lejáratú állampapírok is tartalmaznak bizonyos mértékű likviditási prémiumot, és emiatt valamelyest felfelé torzítják az irányadó kamatra vonatkozó várakozásokat. Piaci értesüléseink szerint a kötvénypiacon érzékelhető likviditás még mindig nem éri el a turbulencia előtti, normálisnak tekinthető szintet.

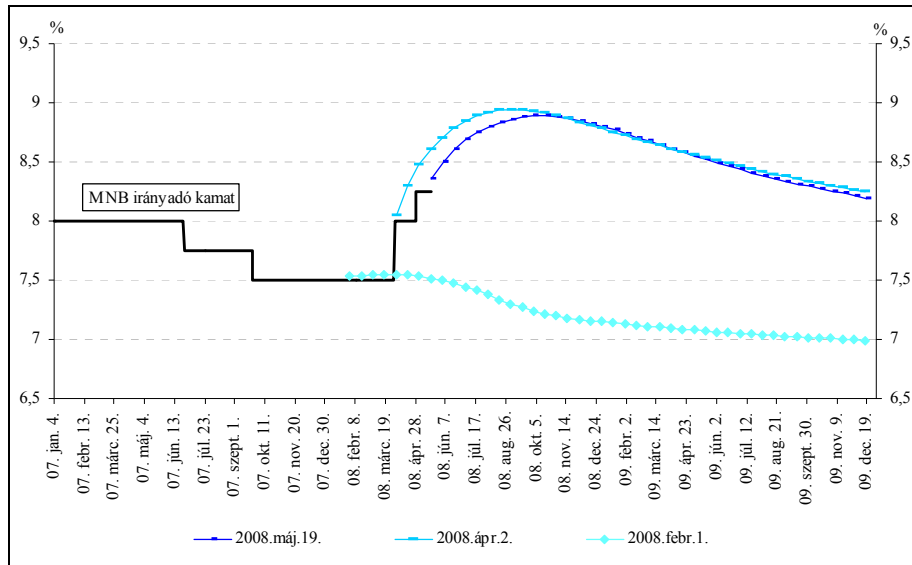
2-7. ábra: A swap szpred alakulása 2008 elejétől (államkötvény hozam – swap hozam)



Februárban a jegybank nem változtatott az irányadó kamaton, márciusban viszont 50, áprilisban pedig 25 bázispontos kamatemelést hajtott végre. A jegybanki lépések, a kockázati prémium emelkedése és az inflációs folyamatokról kialakított kép romlása együttesen járultak hozzá ahhoz, hogy a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások számottevően átalakultak.

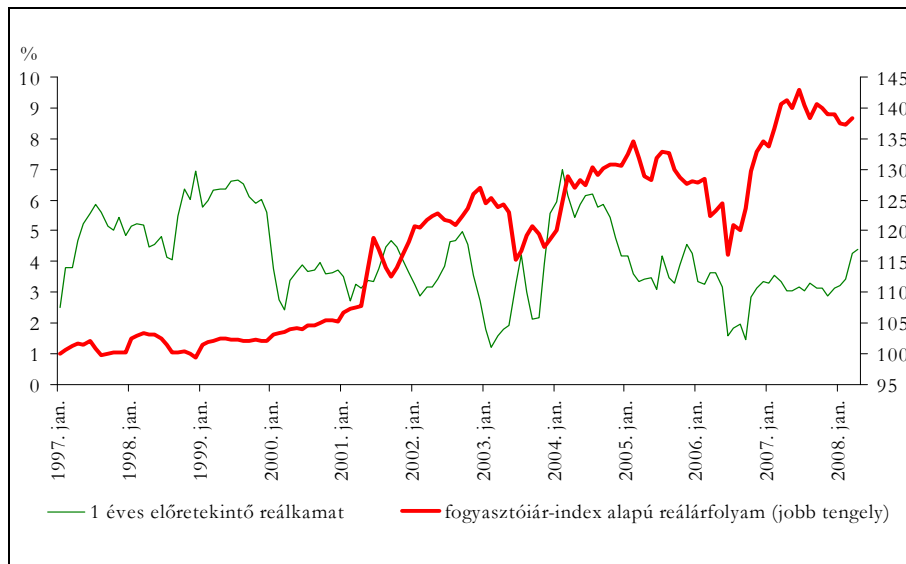
A rövid bankközi piaci hozamok február óta számottevően emelkedtek. Míg február elején a piac alapvetően csökkenő kamatpályára számított, jelenleg a hozamgörbe további monetáris szigorítást jósol az idei évre. Ezt a piaci elemzők körében végzett felmérések is alátámasztják. A felmérésekből az is kiderül, hogy bár a szigorító ciklus rövidtávú folytatásában viszonylag egyértelmű a konszenzus, az év végére várt alapkamat nagymértékben szóródik, és egyesek szerint már az év második felében mérsékelheti az irányadó kamatot a jegybank.

2-8. ábra: Az MNB alapkamat és a bankközi pénzpiaci hozamokból számított várt kamatpálya alakulása



Ami a monetáris kondíciókat illeti, a reálárfolyam a legutóbbi jelentésünk óta csak kismértékben változott: enyhe reálfelértékelés következett be, miután a forint nominálisan erősödött, és a hazai infláció is meghaladta az eurozónában tapasztalt drágulást, jóllehet utóbbi mértéke márciusban kiugróan magas volt. Mivel az előtekintő 1 éves hozam emelkedése lényegesen meghaladta a következő 1 évre várt infláció változásának mértékét a reálkamat 4 százalék, a historikus átlag közelébe emelkedett.

2-9. ábra: A monetáris kondíciók alakulása



3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

3.1. Az alappálya

A februári inflációs jelentésben vázolt inflációs képünk felfelé módosult, így a monetáris politika számára releváns időhorizonton (5-8 negyedéven) belül az infláció várhatóan a középtávú cél fölött marad. Ugyanakkor hosszabb távon alapfeltevéseink teljesülése esetén az infláció 3 százalékos szintre süllyedhet. A fogyasztói árak alakulásában felfelé mutató kockázatokat látunk az alappályában feltételezettnél esetlegesen kedvezőtlenebb világgazdasági környezet, illetve visszatekintőbb inflációs várakozások miatt.²⁰

A reálgazdasági kilátásokról alkotott képünk érdemben nem változott, a növekedés lassú élénkülését prognosztizáljuk, amit a növekedés szerkezetének belföldi komponensek irányába történő eltolódása jellemez. Egyes tényezők azonban a korábbinál némileg magasabb alappálya irányába mutatnak. Rövidtávon a tavalyi évinél várhatóan jóval kedvezőbb mezőgazdasági termelés és az állami szolgáltatások - év eleji indikátorok alapján várt - enyhe korrekciója okoz némileg nagyobb növekedést a februári jelentésben bemutatottnál.²¹ Hosszabb távon pedig nagyobb reálbér és lakossági fogyasztásnövekedéssel számolunk, részben a lassabb vállalati béralkalmazkodás illetve az állami bérek 2009-es korábbiaknál nagyobb reálérték növekedése miatt. Bár a gazdasági növekedés üteme várhatóan élénkül, összességében a teljes időhorizonton negatív lesz a kibocsátási rés. A számszakilag enyhén kedvezőbb alappálya ellenére a lefelé mutató kockázatok erősödtek, a vártnál esetlegesen kedvezőtlenebb világgazdasági környezet miatt.

A munkapiacra a tavalyi év második felében megfigyelt bémérséklődés lelassulásával számolunk, amit a szakképzett minimálbér év eleji emelése okoz. A magasabb bérek a vállalatok profitromlását okoznák, ami miatt a korábban vártnál nagyobb mértékben kényszerülnek áremelésekre és a foglalkoztatottság csökkentésére. A vártnál lassabb dezinflációhoz a magasabb bérdinamika mellett, az emelkedő olajárak és mezőgazdasági nyersanyagárak, továbbá az importált infláció növekedése is hozzájárul, míg a negatív kibocsátási rés fékezi a költségsokkok tovagyrűzését.

Lassan élénkülő gazdaság

2007 folyamán a gazdasági növekedés motorja a nettó export volt, ami a GDP növekedés döntő részét adta. Az előrejelzési horizonton azonban fokozatos átrendeződés várható a belső keresleti komponensek irányába, míg a nettó exportnövekedéshez való hozzájárulása folyamatosan csökken. A nettó export mérséklődésének oka a lassuló nemzetközi konjunktúrában és az emiatt mérséklődő magyar export dinamikában keresendő, illetve a fokozatosan élénkülő belső kereslet az import bővüléséhez vezet.

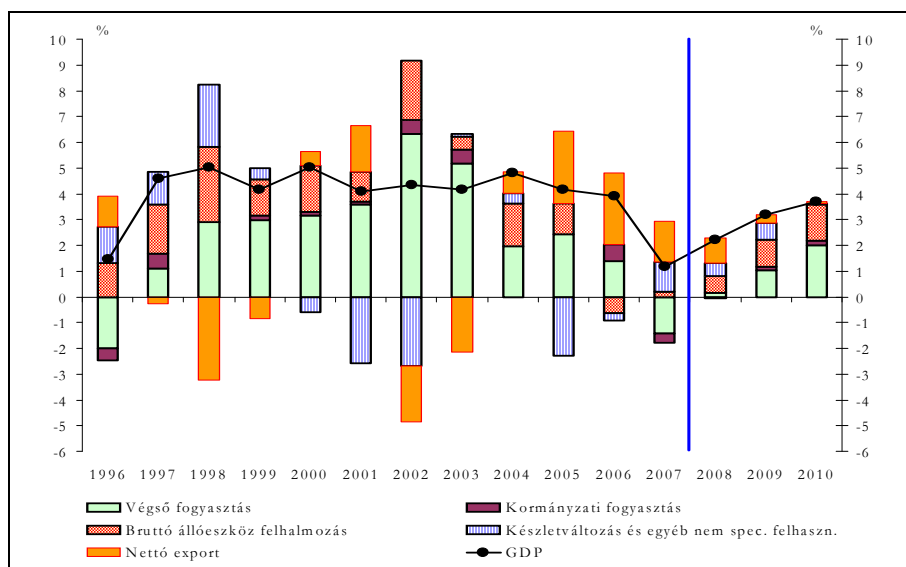
Ami a belső keresleti komponenseket illeti az elkövetkező időszakban lassú fogyasztás és beruházás élénkülésre, és – a fiskális kiigazítás ütemének lelassulásával párhuzamosan - az

²⁰ Előrejelzésünket a május 16-án 17 óráig beérkező információk felhasználásával készítettük el.

²¹ Itt elsősorban arra gondolunk, hogy az egészségügyi szolgáltatásoknál az OEP által mért volumenmutatók az első negyedévben már némi korrekciót mutattak. Emellett az állami szolgáltatások felhasználási oldali számbavételéből adódóan a vizitdíj és a tandíj eltörlése emeli az állami szektor kibocsátását.

állami szektor szolgáltatásainak egyre kisebb visszaesésére majd enyhe növekedésére számítunk. A februárban vártnál magasabb bérdinamika, a vállalatok erőteljesebb létszám-visszafofása és áremelése ellenére is a háztartások reáljövedelmét emeli, ami így magasabb fogyasztás dinamikában csapódik le. Összességében azonban továbbra is arra számítunk, hogy a háztartások a reáljövedelem növekedésének csak egy részét fordítják többletfogyasztásra és így a megtakarítási hajlandóságuk emelkedik. A foglalkoztatás csökkenése miatt ugyanis nő a várható jövedelem bizonytalansága, illetve a lakossági hitelfelárak előrettekintve fokozatosan emelkedésnek indulnak.

3-1. ábra: A GDP növekedése és hozzájárulások



3-1. keretes írás: Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink

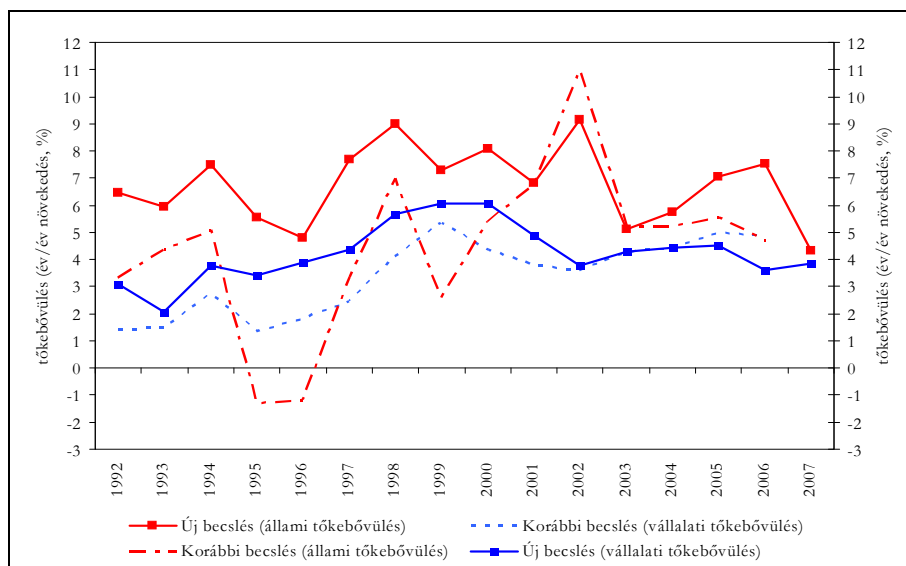
A magyar gazdaság 2001 és 2006 között átlagosan 4 százalékot meghaladó mértékben bővült, ugyanakkor ezen időszak végére a költségvetés fenntarthatatlan mértékű hiányt halmozott fel. A múltbeli gazdasági növekedés viszonylagos stabilitása miatt azonban korábbi becslésünk nem jelzett erre az időszakra érdemi pozitív kibocsátási részt. Így joggal merül fel a kérdés, hogy korábbi becsléseink mennyire pontosak, hiszen a fenntarthatatlan költségvetési és külső egyensúly közgazdaságilag arra utal, hogy a gazdaság kapacitásainak túlzott a kihasználtsága, azaz pozitív a kibocsátási rés.²² Ezt a gyanúkat egyéb tényezők tovább erősítették. Egyrészt a magyar gazdaságban az elmúlt években történt kedvezőtlen strukturális változások (folyamatos munkapiaci beavatkozások, marginális adóterhelés növelése.) elvileg csökkenthették a gazdaság – hosszabb távon fenntartható – potenciális növekedési ütemét. Másrészt az elmúlt évben a gazdasági növekedés vártnál jóval erőteljesebb lassulását figyelhettünk meg, ami megint csak utalhat arra, hogy a kiugazítási helyzetben a növekedés trendjéhez való visszahúzó tényezők (túlkínálat a munka és árupiacokon) ereje, s így a negatív kibocsátási rés kisebb volt, mint amit korábban gondoltunk.

²² A költségvetési expanzió növekedési hatásával foglalkozik Jakab és Hornok-Jakab-Kiss (2008) „Tükör által homályosan: Fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok 2001-2006” MNB szemle, április.

Aktuális elemzésünk célja ennek számszerűsítésére, melynek céljából az általunk használt valamennyi a potenciális kibocsátás becslésére szolgáló módszerünket felfrissítettük²³. Ez döntően az idősoros technikák esetében csak a paraméterek újrabecslését eredményezte, ám a termelési függvény alapú megközelítésben a termelési változók szintjéről rendelkezésre álló korábbi és aktuális információkat is újból áttekintettük. Ennek eredményeként a tőkeállomány alakulásáról alkotott képünk némileg megváltozott.

A tőkeállomány szintjét az eddigi gyakorlatunk során egy korábbi MNB-tanulmányban²⁴ bemutatott tőkebecslés továbbvezetésével kaptuk, ám az ott felhasznált idősorok csak 2002-ig álltak rendelkezésre. A potenciális GDP újrabecslése során a KSH-tól beszerzett az eddigiéknél részletesebb és időben tovább elérhető bruttó állóeszköz-felhalmozás adatok alapján újrabecsültük a tőkeállomány szintjét a vállalati és állami szektorra. A tőkeállomány újrabecslésének eredményeképpen pontosabb szektorális (vállalat vagy állam) és anyagi-műszaki összetételbeli megosztás (gép- vagy épület jellegű beruházás) vált lehetővé. Eredményeinket az alábbi ábrán összegeztük.

3-2. ábra: Az új és korábbi tőkeállomány-becslésünkből adódó tőkebővülés összehasonlítása



Új becslésünk több eltérést is mutat korábbi eredményeinkhez képest: egyrészt aktuális eredményeink szerint a tőkebővülés a 2000 előtt mind az állami, mind a vállalati körben a korábban feltételezettnél gyorsabb volt. Másrészt 2003-at követően a tőkefelhalmozás erőteljesebben valósult meg az állami szektorban, míg 2005-től a vállalati tőkeállomány a korábban megfigyeltnél is erőteljesebben lelassult. Ezen hatások eredményeképpen az új tőkebecslésünkből a potenciális GDP növekedése szempontjából több lényeges eredmény is adódik: egyrészt korábbi becsléseinkhez képest a tőkeállomány bővülése 2001-ig nagyobb szerepet játszott a gazdasági növekedésben; másrészt a tőkebővülés 2001-től kezdve sokkal

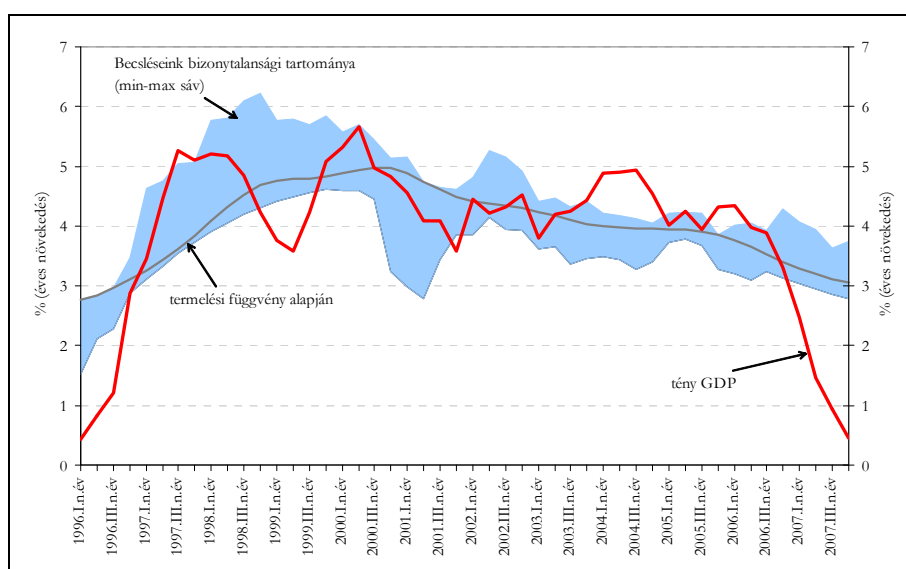
²³ Bővebben lásd: Benk Szilárd – Jakab M. Zoltán – Vadas Gábor: Potenciális kibocsátások becslése Magyarországra különböző megközelítésekben (MNB tanulmány, 2005)

²⁴ A tőkeállomány becsléséről bővebben lásd: Pula Gábor: A tőkeállomány becslése Magyarországon a PIM módszerrel. Módszertani leírás és eredmények (MNB füzetek, 2003)

erőteljesebben az állami beruházásokon, mint a vállalati szektor termelő beruházásainak növekedésén keresztül valósult meg.

Új eredményeinket illetve további módszereinket felhasználva a gazdaság potenciális növekedési üteme az elmúlt években érdemben lelassult²⁵. A 2000-es évek első felében megfigyelt - illetve korábban általunk is becsült - 4 százalékos szintről aktuálisan valamennyi módszerünk 2007-ben már egyértelműen 4 százalék alatti - és a konszenzus tekintve – inkább 3 százalék körüli potenciális növekedést jelez. Érdemes megjegyezni, hogy a gazdaság bővülése 2004-től fokozatosan potenciális növekedési rátája fölé emelkedett – azaz pozitívvá vált a kibocsátási rés – amit vélhetően döntő mértékben befolyásolt az ezen időszakban expanzív fiskális politika. Az elmúlt év egyensúlyjavító intézkedései – illetve egyéb egyedi hatások – a jelentősen mérsékeltek a GDP növekedést 2007 folyamán, így a korábban pozitív kibocsátási rés negatívvá változott, ezzel is keresleti oldalról korlátozva az elmúlt év költségemelkedéseinek az árakban való érvényesíthetőségét (a kibocsátási rés mértékét lásd az 1-3. ábra).

3-3. ábra: Az aktuális és a potenciális GDP növekedése Magyarországon



Figyelembe véve aktuális előrejelzésünket a magyar gazdaság bővülése vélhetően még az idén is elmarad potenciális mértékétől, és a kibocsátási rés kezdődő zárulására csak 2009-től számíthatunk, ami még így is várhatóan teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad. Ugyanakkor elemzésünk arra is felhívja a figyelmet, hogy a magyar gazdasági növekedés elmúlt években megfigyelt megtorpanása nem csak keresleti oldali hatások (fiskális egyensúlyjavító intézkedések), hanem a hosszabb távú növekedési trend lassulásával kapcsolatos problémák is szerepet játszottak.

²⁵ Eredményeinkkel kapcsolatban fontosnak tartjuk megemlíteni, hogy szinte valamennyi módszerünk valamilyen formában használ trendsűrő eljárásokat. Ezen eljárások bizonytalansága különösen az idősorok végpontjaiban erőteljes. Ezen kockázatot az idősorok meghosszabbításával (pl. előrejelzéseket felhasználva) próbáltuk mérsékelni, de a 2007-es adatok értékelésénél az esetleges revízió még így sem teljes mértékben kiküszöbölhető.

A kedvezőtlenebbé váló nemzetközi konjunktúra kilátások, a vállalati hitelfelárak emelkedése, illetve a februárinál kedvezőtlenebb vállalati jövedelmezőség eredményeképpen a vállalati szektor beruházásait pesszimistábban ítéljük meg a korábbiaknál. Ezt alátámasztják a stagnáló ágazati bizalmi indikátorok (ipar, szolgáltatások, kereskedelem, építőipar) is.

Összességében azonban továbbra is a teljes előrejelzési horizonton a vállalati beruházások fokozatos élénkülésére számítunk, ami a belföldi piacra termelő ágazatok, illetve az ingatlanszektor élénkülő és az exportszektor lassuló aktivitásának eredőjeként áll elő. A beruházások élénkülését támogathatja az EU források növekedése is, bár itt kérdéses, hogy ezek mennyiben generálnak eredetileg nem tervezett többletberuházást.

A főként az államhoz köthető beruházások 2008-ban várhatóan lassú élénkülést mutatnak, elsősorban az európai uniós forrásokból megvalósuló infrastrukturális jellegű beruházásoknak köszönhetően. Azonban a szűken értelmezett állami körben (közigazgatás, oktatás, egészségügy) 2008-ban stagnálást prognosztizálunk. Összességében az államhoz köthető, főként építésjellegű beruházások megítélése 2008-ban a korábban vártnál kedvezőtlenebben alakul. Ezt támasztja alá, hogy az építőipari bizalmi indikátorok gyengék és az építőipari szerződésállományok továbbra is csökkennek. Ugyanakkor 2009-ben az európai uniós források hatékonyabb felhasználása miatt nagyobb mértékű lehet az államhoz köthető bruttó állóeszköz felhalmozás növekedése.

A természetbeni társadalmi juttatások 2007-ben jelentősen csökkentek. Ennek oka egyrészt statisztikai módszertani változás volt (input oldali elszámolás helyett output oldali elszámolás bevezetése), másrészt a költségvetési kiigazítás. 2008-ban várhatóan jóval kisebb mértékben mérséklődnek az állami juttatások. A módszertani változás már nem hat az adatokra, valamint a vizitdíj és a kórházi napidíj eltörlése az állami egészségügyi szolgáltatás volumenének növekedését vonhatja maga után.

A vállalatok a korábban vártnál erősebb létszám-csökkentéssel és határozottabb áremelésekkel kompenzálhatják a lassabban mérséklődő béreket

A várható makrogazdasági folyamatok tekintetében a munkapiacon kialakuló alkalmazkodási folyamat alapvető fontossággal bír mind az inflációs, mind a növekedési kilátások tekintetében. A fiskális egyensúlyjavító intézkedések bejelentése óta publikált valamennyi előrejelzésünkben jellemzően arra számítottunk, hogy a vállalatok romló profitabilitásukat döntően bérezési magatartásuk szigorításával igyekeznek kompenzálni. Ennek első jeleit – markánsan a prémiumfizetések lassulásán keresztül - az elmúlt évben meg is figyelhettük. Ugyanakkor az idei év első hónapjainak adatai egyelőre a korábban vártnál némileg eltérő alkalmazkodási mechanizmust látszanak alátámasztani, amelyben hangsúlyosabban jelenik meg a foglalkoztatottak számának csökkenése, míg a bérek növekedése változatlanul erőteljesnek, sőt vélhetően a minimálbér-emelésekkel összefüggésben gyorsulónak tekinthető.

A versenyszektor bérezési magatartását és munkapiaci aktivitását továbbra is - az elmúlt évben jelentősen romló - profit javításának kényszere, a lassan felívelő belső konjunktúra, az erőteljesen emelkedő nyersanyag és energia költségek, illetve – az adóemelésekből és a szakképzett minimálbérek emeléséből adódó - hatósági intézkedések befolyásolják. Természetesen az említett tényezők egyes ágazatokban eltérő mértékben érvényesülnek.

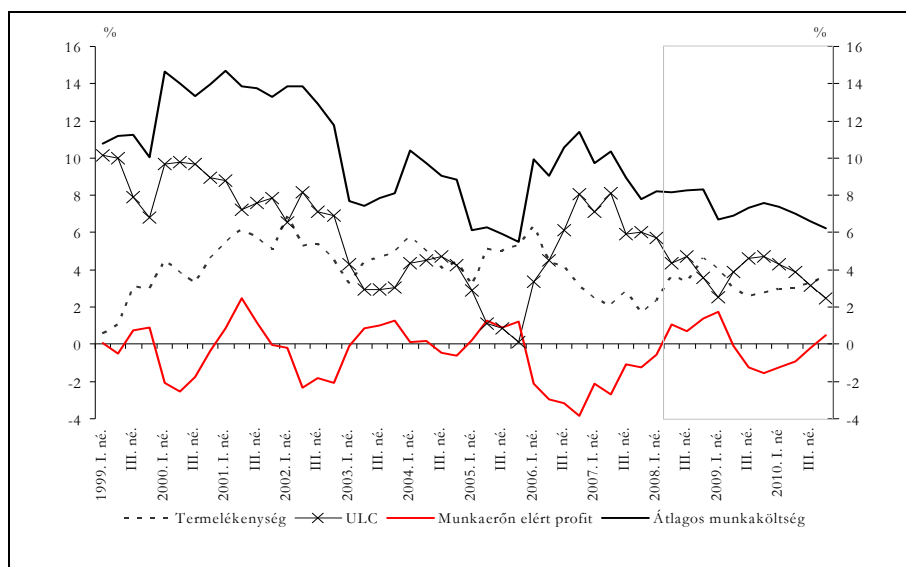
A feldolgozóipar esetében a nemzetközi pénzügyi turbulenciák ellenére az idei év első hónapjaiban változatlanul dinamikus termelékenység növekedést tapasztalhattunk. A

kedvező év eleji adatok ellenére az év közepétől – összhangban az európai konjunktúra lanygulásával – a szektor teljesítmények lassulására számítunk, ami 2009-től a korábbiaknál határozottabb munkapiaci alkalmazkodást valószínűsít. A lassabb dezinfláció várhatóan a teljes előrejelzési horizonton a bérinfláció lassú csökkenését eredményezi, ám a feldolgozóipari vállalatok esetében ez mindvégig a termelékenységi folyamatok összhangban alakul, így a szektor érdemi inflációs nyomás várhatóan nem generál.

A szolgáltató szektor esetében az idei év elején dinamikus béркиáramlást tapasztalhattunk. A minimálbérek vártnál erőteljesebb bérnövelő hatása, illetve a lassabb dezinfláció az idei év egészében egy lassabb béralkalmazkodást tesz lehetővé a szektor vállalatai számára, amit erőteljesebb áremelésekkel és létszámcsökkentéssel kompenzálhatnak. 2009-től a belföldi kereslet dinamikusabb felívelésére számítunk, ami a szolgáltató vállalatok esetében a termelékenység javulását is eredményezi. A javuló profit kilátások mellett a foglalkoztatottak száma élénkülhet, miközben a bérek is korábbi várakozásainknál lassabban mérséklődhetnek.

Az elmúlt évben néhány kisebb súlyú szektor (pl. mezőgazdaság, építőipar) munkapiaci folyamatai – az elmozdulások nagyságrendjéből adódóan - érdemben befolyásolták a versenyszféra egészéről kialakított álláspontunkat. Előretekintve mind az építőipari, mind a mezőgazdasági termelés esetében - a 2007-es mélypontot követően – előrejelzési horizontunkon egy fokozatos élénkülés következhet, ami a foglalkoztatottak számában korábban megfigyelt csökkenő tendencia megfordulásával illetve a bérek dinamikusabb emelkedésével lesz jellemezhető.

3-4. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaköltségének és a munkaerőn elért profitjának összetevői éves index



Összességében a versenyszféra szintjén korábbi előrejelzéseinknél erőteljesebb béremelkedésre számítunk. Ennek oka jórészt az év eleji minimálbéremelésekhez köthető, azonban részben hozzájárul az általánosan kedvezőtlenebb inflációs környezet is. A foglalkoztatottak számának mérséklődése a hazai piacra termelő ágazatok esetében az idei évben még tovább folytatódhat, míg a feldolgozóipar esetében érdemi létszám csökkenésre csak a következő évben számítunk.

Az állami szektor esetében az idei évben befejeződhet a létszám 2006-ban felgyorsuló mérséklődése, és 2009-től további létszámcsökkenésre már nem számítunk. Februárhoz képest érdemi változást jelent ugyanakkor, hogy 2009-ben az állami kör átlagkereseténél 3 százalékponttal magasabb dinamikát várunk, mint korábban.

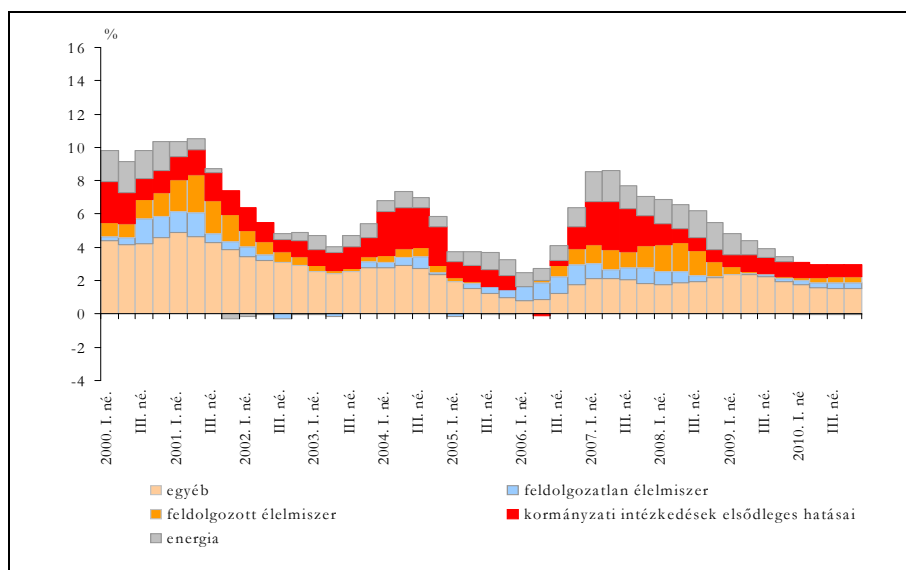
Lassabb dezinfláció

Alapfeltevéseink teljesülése esetén a monetáris politika számára releváns 5-8 negyedéves időhorizonton a jegybank középtávú 3 százalékos inflációs célja fölött maradhat az infláció. Ugyanakkor ennél hosszabb távon a fogyasztói árindex a cél szintjére süllyedhet, alapelőrejelzésünk szerint 2008-ban 6,3%, 2009-ben 4,2 % és 2010-ben 3,0% lehet.

Az alappályában a dezinflációs folyamat fő meghatározó tényezői nem változtak. Mérséklődő inflációs nyomást okoz egyrészt a nemzetközi nyersanyagárakra vonatkozó feltevezésünk: azaz, hogy az olajárak emelkedése megáll, illetve az élelmiszereknél némi korrekcióra is számítunk az év második felében. Másrészt a teljes előrejelzési horizonton negatív a kibocsátási rés, ami bérdinamika mérséklődését illetve a költségekhez képesti visszafogott áremelkedést kényszerít ki

Mivel a határidős nyersanyagárak az elmúlt időszakban igen pontatlan előrejelzőnek bizonyultak, a korábbi évek prognózisainál jóval hangsúlyosabbnak érezzük a kockázati pályák relevanciáját, melyek a dezinflációs folyamat törekenységére hívják fel a figyelmet.

3-5. ábra: Egyes termékcsoportok hozzájárulása a fogyasztói árindex növekedéséhez



3-1. táblázat: Az inflációs előrejelzés alappályája

	Súly	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	2010 I. n.év	2010 II. n.év	2010 III. n.év	2010 IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,8	13,8	11,2	6,0	0,8	0,9	1,4	2,1	2,9	4,2	5,6	6,3	6,3
Járműüzemanyag és piaci energia	7,1	14,8	12,7	11,3	6,3	2,3	-1,1	-1,9	-0,6	-1,0	-1,0	-0,8	-0,7
Szabályozott árak	21,1	6,9	7,0	8,1	9,6	9,2	8,6	7,3	5,5	4,0	3,3	3,2	3,1
Maginfláció	66,0	5,6	5,3	5,1	4,5	4,1	4,0	3,6	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
Fogyasztói árindex	100	6,9	6,6	6,2	5,5	4,8	4,4	3,9	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9

3-2. keretes írás: Feltevéseink

A hosszabb ideje követett előrejelzési gyakorlatunknak megfelelően feltételes prognózist készítettünk. Alapfeltevéseink között fix április havi átlagos forint/euro és dollár/euro devizaárfolyamokat, jegybanki alapkamatot és hosszú hozamokat használtunk, illetve az április átlagos határidős olajár-pályát vettük alapul.

Az alapkamat 75 bázisponttal magasabb, a forint/euro árfolyam enyhén erősebb, mint az előző negyedévben használt érték. Az aktuális olajár pálya (dollárban kifejezve) közel 20 százalékkal magasabb, mint a februári alapfeltevésünk. A magasabb olajár pálya emeli az üzemanyagárakat, a termelői és piaci energiaárat, továbbá a szabályozott energiaár növekedésének irányába hat.

3-2. táblázat: Főbb feltevéseink változása februárhoz képest*

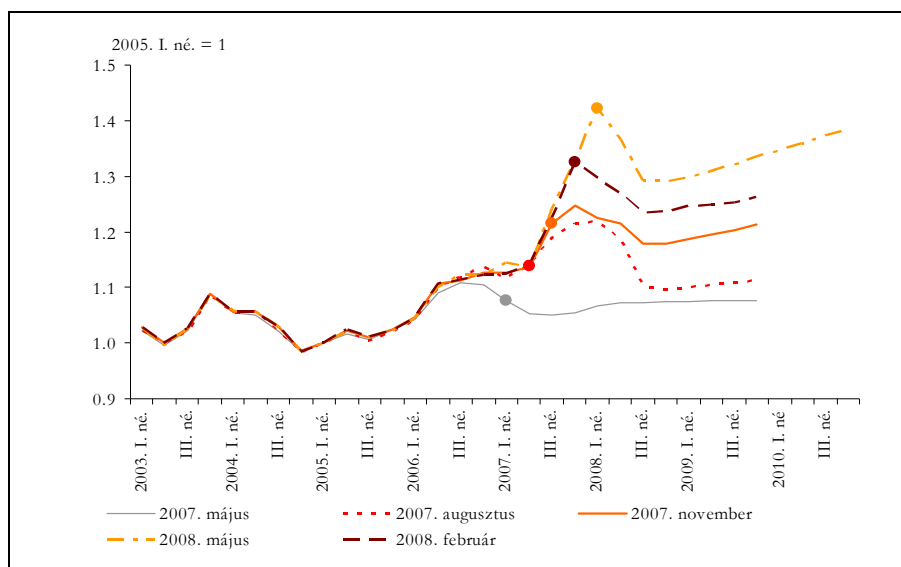
	2008. február			Aktuális		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Jegybanki alapkamat (%)**	7,5	7,5	-	8,25	8,25	8,25
Forint/euro árfolyam	256,0	256,0	-	255,2	253,8	253,8
Dollár/euro árfolyam (cent)	147,0	147,0	-	155,7	157,6	157,6
Brent olajár (dollár/hordó)	90,9	88,3	-	106,4	106,3	103,8
Brent olajár (forint/hordó)	15819,0	15368,0	-	17414,5	17112,8	16721,6

* Éves átlagok, a 2008. áprilisi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

** Érték az előző negyedévéké.

A mezőgazdasági nyersanyagárak esetében szintén a korábbinál gyorsabban emelkedő árakkal számolunk, részben a beérkezett tényadatok, a határidős árak és a nemzetközi intézetek előrejelzései alapján. Ezekkel összhangban az alappályában azonban továbbra is vélelmezünk 2008 második felében egy markáns korrekciót. A nyersanyagárak elmúlt időszakban megfigyelt emelkedésének esetleges folytatódását kockázati forgatókönyvként kezeltük.

3-6. ábra: A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó előrejelzésünk változása



Az alappályában bemutatott, februárinál lassabb dezinfláció egyrészt a korábbi várakozásunknál magasabb importált infláció következménye. Itt az olajpálya emelkedésének van a legnagyobb hatása, ami a termelői költségeket, benzin árakat és szabályozott árakat is emeli. Emellett a februárinál lassabb béralkalmazkodás is emelte az inflációs prognózist.

3-3. táblázat: Elmozdulások az inflációs előrejelzésben

	Elmozdulások februárhoz képest	
	2008	2009
Munkapiac (fajlagos munkaköltség)	0,2	0,4
Importált infláció*	0,5	0,3
Szabályozott árak	0,0	0,4
Egyéb**	-0,3	-0,5
Összesen	0,4	0,6

*Energiahoz kötött tényezők (üzemanyag, termelői energia és piaci energia), mezőgazdasági termelői árak, egyéb importárak

**Módszertani tényezők (vizitdíj és képzési hozzájárulás eltörlése, a költségfaktorokra vonatkozó adatok revíziója)

3-4. táblázat: Előrejelzéseink változása 2008. februárhoz képest

	2007	2008		2009		2010	
	Tény	Előrejelzés					
		Február	Aktuális	Február	Aktuális	Február	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	6,0	5,2	5,1	3,6	3,7	x	3,0
Fogyasztóiár-index	8,0	5,9	6,3	3,6	4,2	x	3,0
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)**	3,8	2,5	2,5	2,5	2,3	x	2,3
Fiskális keresleti hatás ²	-3,6	x	-1,5	x	-0,1	x	-0,8
Lakossági fogyasztás	-2,1	0,0	0,3	1,3	1,6	x	3,1
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	<i>-0,3</i>	<i>x</i>	<i>0,6</i>	<i>x</i>	<i>1,8</i>	<i>x</i>	<i>3,1</i>
Állóeszköz-felhalmozás	1,0	3,5	3,2	5,1	5,1	x	6,8
<i>Belföldi felhasználás</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,8</i>	<i>1,3</i>	<i>2,7</i>	<i>2,9</i>	<i>x</i>	<i>3,8</i>
Export	14,1	10,5	10,8	9,6	9,4	x	10,6
Import ^{3,*}	12,2	9,4	9,8	9,5	9,3	x	11,0
GDP***	1,3	2,0 (2,2)	2,2 (2,4)	3,0 (2,8)	3,2 (3,0)	x	3,7
Folyó fizetési mérleg hiánya^{3,*}							
A GDP százalékában	5,0	x	4,9	x	4,8	x	4,8
Milliárd euróban	5,1	x	5,3	x	5,5	x	6,0
Külső finanszírozási igény^{3,*}							
A GDP százalékában	4,0	x	3,4	x	2,8	x	2,5
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{4,6}	8,0	6,8	8,8	5,2	6,5	x	6,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-0,1	-0,6	-1,4	-0,4	0,1	x	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,1 (8,2)	7,8 (7,1)	9,0 (8,2)	6,8	7,2	x	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,2	-0,6	-1,1	-0,6	0,0	x	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	8,1	3,4	4,2	2,7	3,9	x	3,5
Lakossági reáljövedelem	-3,3	1,3	1,5	1,7	2,4	x	2,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azéval. ² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. ³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-el 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. ⁶ A fehéredés hatását is tartalmazó, eredeti KSH adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémium-kijelzések eltolódásának hatásaitól tisztított adatok szerepelnek. ⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehértett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

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

** MNB-becslés.

*** Zárójelben a naptárinap-hatással nem korrigált adatok szerepelnek.

3. 2. Előrejelzésünk bizonytalansága és az alappálya körüli kockázatok

Alap-előrejelzésünk az alapfeltevéseinkre és aktuálisan rendelkezésünkre álló információkra alapozott legvalószínűbb kimenetet mutatja be. A gazdaságot természetesen számos előre nem látható esemény befolyásolhatja, valamint bizonytalanok vagyunk az esetleges sokkok makrogazdasági hatásait illetően is. Elemzéseink során a számos alternatív forgatókönyv közül azokra fordítunk kiemelt figyelmet, amelyek a legnagyobb kockázatot jelentik a monetáris politika sikerességének szempontjából. Aktuális előrejelzésünkben három kockázatot emelünk ki. Először is, elképzelhetőnek tartjuk, hogy a világgazdasági konjunktúra, a nyersanyag- és élelmiszerárak – még az előre láthatónál is – kedvezőtlenebbül alakulnak. Ez természetesen kedvezőtlenül hatna a külső környezetnek erősen kitett gazdaságunkra. Másodsor, még ha a világgazdaságból érkező kedvezőtlen hatások nem is súlyosbodnak, akkor is elképzelhető, hogy az átmenetileg kedvezőtlen időszak nem múlik el nyomtalanul. Ezért továbbra is erősen tartunk attól, hogy az inflációs várakozások az alappályában feltételezettnél erősebben kötődnek a múltban megfigyelt inflációs szinthez. Harmadikként a kibocsátási rés hatásával kapcsolatos bizonytalanságunkat említjük. A jelenleg magas infláció várt csökkenésében a lassan növekvő belső kereslet áremeléseket fegyelmező ereje jelentős szerepet játszik. Számottevő bizonytalanság adódik abból, hogy ennek a hatásnak az erejéről, nagyságáról nincsenek magyarországi tapasztalataink.

3-3. keretes írás: Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban

Míg a legyezőábra elsősorban az általános előrejelzési bizonytalanságot próbálja szemléltetni, addig a döntéshozatalt közvetlenül befolyásoló kockázatok megjelenítésére az egyik gyakran használt módszer, különféle alternatív pályák felvázolása. Ez hasznos segítséget nyújt annak vizsgálatára, hogy adott időszakban az előre jelzett alappálya hogyan módosul, ha nem a legvalószínűbbnek tartott feltevések érvényesülnek.

Mindamellet, hogy az inflációs célt követő jegybankok kiemelt figyelmet fordítanak a kockázatok bemutatására, egy részük alternatív forgatókönyvek segítségével is végzi a kockázatértékelést. A nemzetközi gyakorlat alapján, ezen országok egy csoportja az alap előrejelzés mellett ábrázolja a különböző kockázati pályákat is, míg mások csupán a számadatokat publikálják.

Az utóbbi kategóriába tartozik például a szlovén jegybank, mely jelentésében számszerűsíti az alternatív pályákat, de nem ábrázolja azokat. Összesen 7 scenáriót mutat be (például olajár emelkedése, bérnövekedés, szabályozott árak növekedése), melyek mindegyike felfelé mutató kockázatokot elemez. Az ábrát is bemutató jegybankok közé tartozik a cseh jegybank illetve a skandináv központi bankok, melyek az alappálya mellett az alternatív pályákat is berajzolják egy külön ábrán. A norvég jegybank két alternatív pályát jelenít meg a kamatláb, a kibocsátási rés és a szűrt CPI legyezőábrájában. Izlandon is két alternatív forgatókönyv van, melyekkel külön, egy három oldalas box is foglalkozik.

A legösszetettebb ilyen jellegű elemzést a svéd jegybank végzi, amely két típusú kockázati pályát mutat be. Az egyik az esetleg eltérő monetáris politika hatását vizsgálja egy magasabb és egy alacsonyabb kamatpálya bemutatásával, míg a másik különböző gazdasági körülményeken alapul (például magasabb külföldi infláció, magasabb olajárak, magasabb bérnövekedés). Külön bekezdésben hangsúlyozzák, hogy a magasabb inflációval számoló alternatív kockázati pályák nem jelentik azt, hogy a nagyobb inflációnak nagyobb kockázata

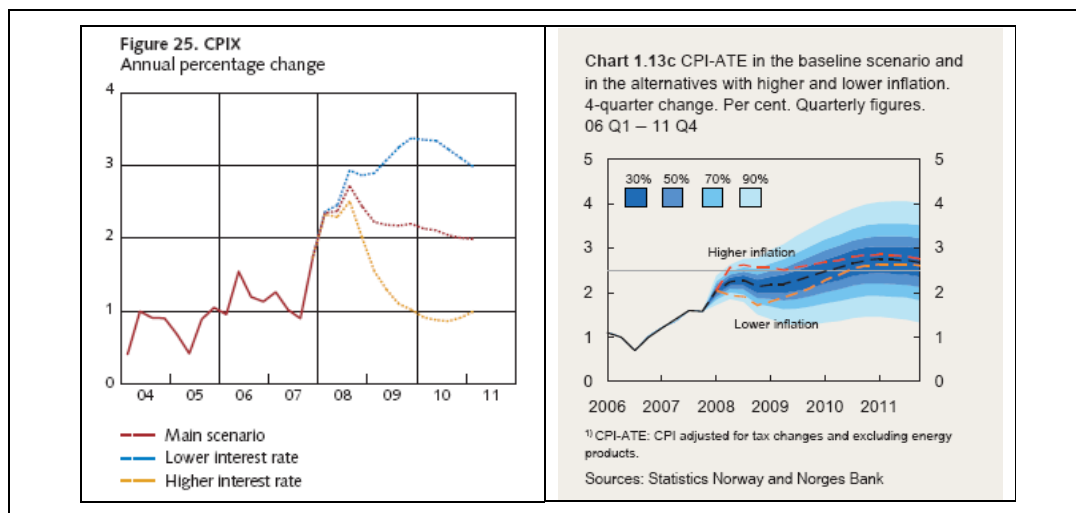
lenne, a teljes inflációs képük kiegyensúlyozott. Azt is hangsúlyozzák, hogy az eredmények csak példának tekintendők, számos egyéb alternatív pálya képzelhető el.

3-7. ábra:

Minták az alternatív pályák ábrázolására

Norvégia - infláció

Svédország – infláció



Forrás: Februári svéd és márciusi norvég inflációs jelentés

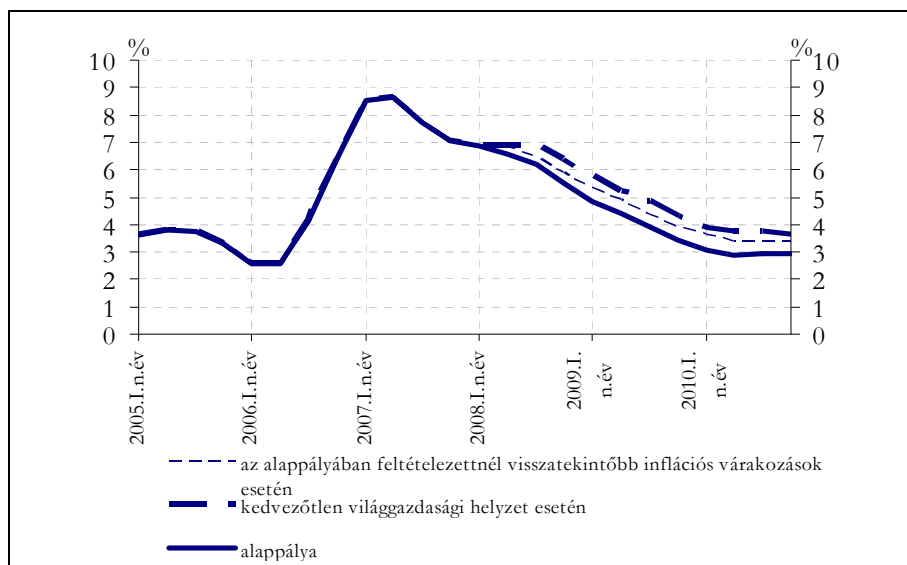
Az inflációs alappályával kapcsolatos bizonytalanság és kockázatok

A világgazdasági környezet jelentősen befolyásolja a magyarországi inflációs folyamatokat. Ha az elmúlt néhány évben megfigyelt ütemben tovább folytatódik az olajár emelkedése, illetve az élelmiszer áraknál nem lesz korrekció az év második felében, akkor ez begyűrűzik az itthoni árakba is. A helyzet bizonytalanságát érzékelteti, hogy még a nemzetközi intézetek szakértői között sem alakult ki egységes, konszenzusos vélemény az áralakulás jövőben várható irányáról sem. Legvalószínűbbnek azt tartjuk, hogy az áremelkedés nem folytatódik az eddigi ütemben, így előrejelzésünkben ezzel számolunk, de kockázati forgatókönyvünkben megvizsgáltuk, hogy mi lenne, ha mégsem állna meg kedvezőtlen trend.²⁶

Az infláció alakulása szempontjából erősen tartunk attól, hogy az árak mostanában tapasztalható emelkedése tartósan magasabb inflációs várakozásokhoz vezethet. Ha a munkavállalók az inflációs várakozásaikat a megfigyelt, múltbeli inflációra alapozzák, magasabb inflációra alapozott bérköveteléssel lépnek fel. Ebben az esetben a nominális bérpálya elszakadhat a termelékenység növekedésétől, ami a vállalatokat végül nagyobb ütemű áremelésekre kényszerítheti.

²⁶ Hasonló az elképzelése az Európai Központi Banknak (ECB Monthly Bulletin 04/2008), a Nemzetközi Valutaalpnak (IMF Április WEO) és az Európai Bizottságnak (EC spring forecast) is.

3-8. ábra: Inflációs alappálya és kockázati pályák

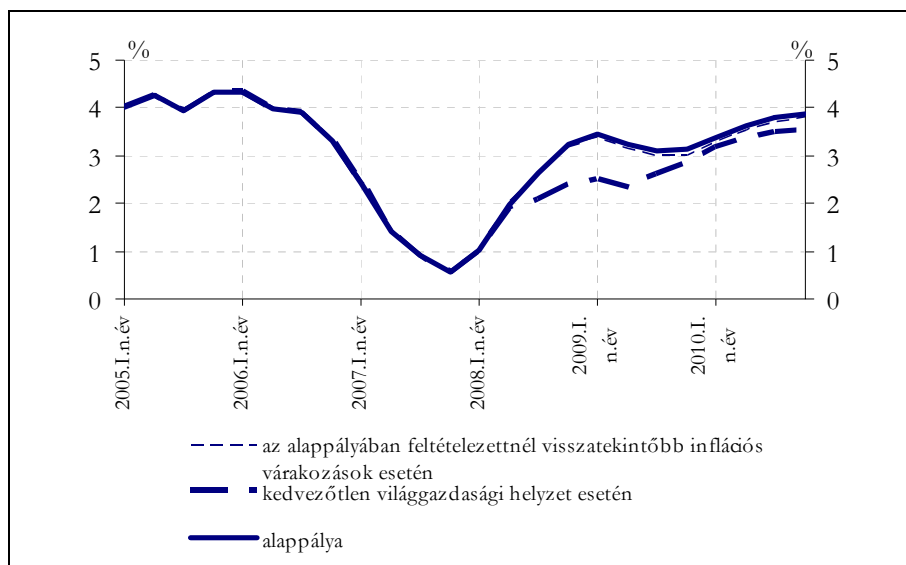


Az inflációs jelentések korábbi számaiban kiemelten foglalkoztunk a kibocsátási réssel kapcsolatos kétségeinkkel. Jeleztük, hogy a fiskális keresletszűkítő intézkedések hatását jelentős bizonytalanság övezi. Nehéz megbecsülni, hogy a kereslet visszaesése milyen mértékben fogja fegyelmezni a vállalatok árképzését. Vannak arra utaló jelek, hogy az alacsonyabb GDP-pálya részben tartós, kínálati oldali tényezőkkel magyarázható. A potenciális kibocsátás visszafogottabb dinamikája pedig mérsékli a deflációs hatást. Ebben a fordulóban felülvizsgáltuk a potenciális GDP-re vonatkozó mérésünket, előrejelzésünket (lásd ez erről szóló keretes írást), így megítélésünk szerint az alacsonyabb növekedés inflációs következményeit jelenleg szimmetrikus kockázatok övezik, az előrejelzés bizonytalansága azonban emiatt nagyobb.

A növekedési előrejelzés alappályával kapcsolatos bizonytalanság és kockázatok

A növekedés szempontjából kiemelt bizonytalansági tényező a külső kereslet alakulása. Az amerikai jelzálogpiacról tavaly 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. Jelenleg ezt a kockázati pályát tekintjük növekedési kilátásaink szempontjából a leginkább relevánsnak, és megítélésünk szerint a GDP-alappályánál alacsonyabb szinthez vezethet.

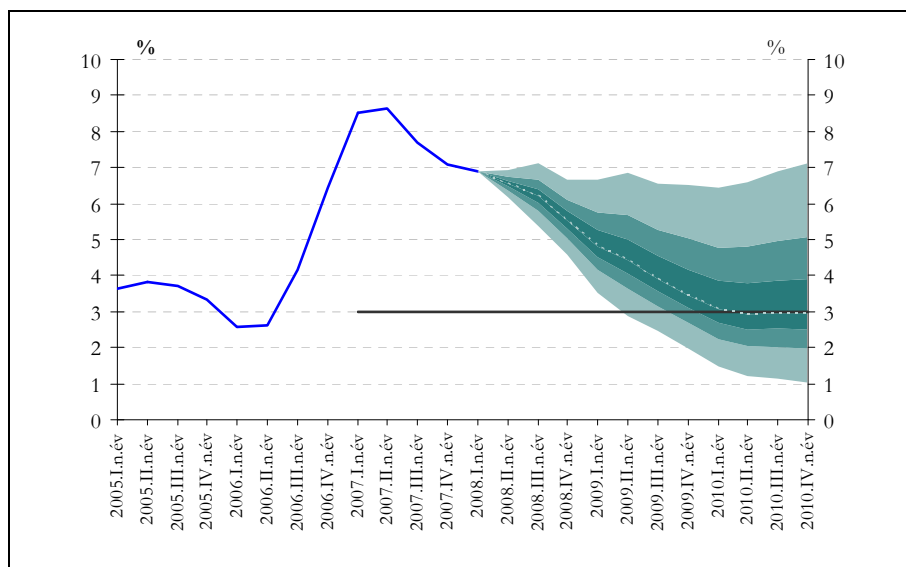
3-9. ábra: Növekedési alappálya és kockázati pályák



Az inflációs és a növekedési előrejelzés legyezőábrája

Összességében úgy gondoljuk, hogy inflációs előrejelzésünket számottevő felfelé mutató kockázatok veszélyeztetik, azaz nagyobb az esélye annak, hogy végül magasabb áremelkedés valósuljon meg, mint annak, hogy az előrejelzett értékeknél alacsonyabb. Ami a növekedési prognózisunkat illeti, némi lefelé mutató kockázatot látunk elsősorban a világgazdasági környezet kétes helyzete miatt.

3-10. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

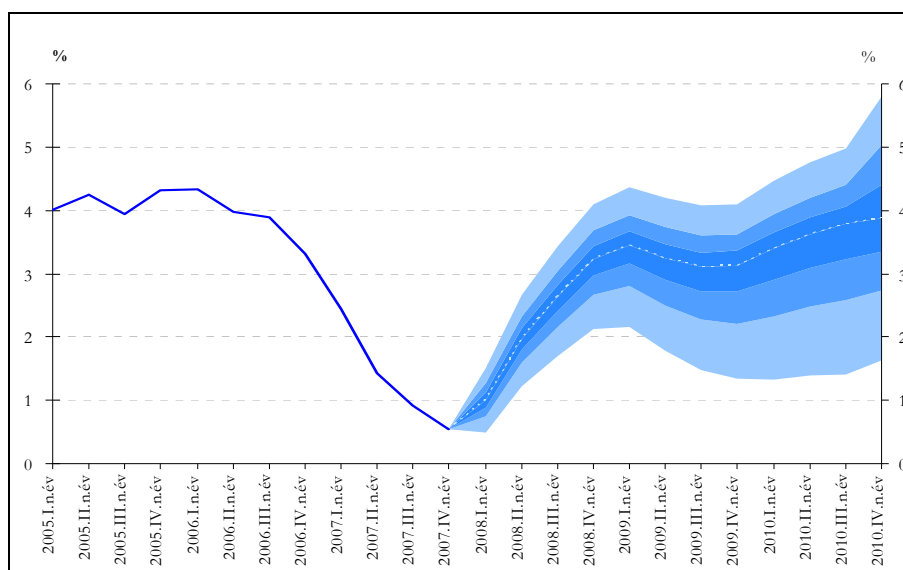


A legyezőábra az alap előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összességében 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módszert) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. A 2007-től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

3-5. táblázat: Az inflációs legyezőábra sávjai

infláció	Várható infláció 30%-os valószínűséggel	Várható infláció 60%-os valószínűséggel	Várható infláció 90%-os valószínűséggel
2008	6,2-6,4	6,0-6,6	5,8-6,9
2009	3,8-4,7	3,4-5,4	2,7-6,7
2010	2,6-3,9	2,1-4,9	1,2-6,8

3-11. ábra: A növekedési előrejelzés legyezőábrája*



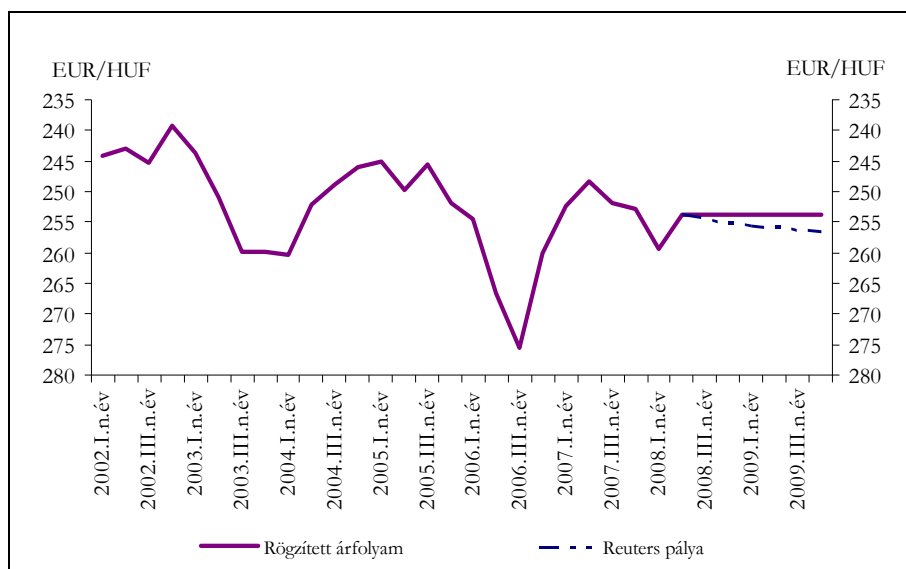
* A legyezőábra az alap előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt GDP alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le.

3. 3. Háttér információk előrejelzésünkhöz

Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása

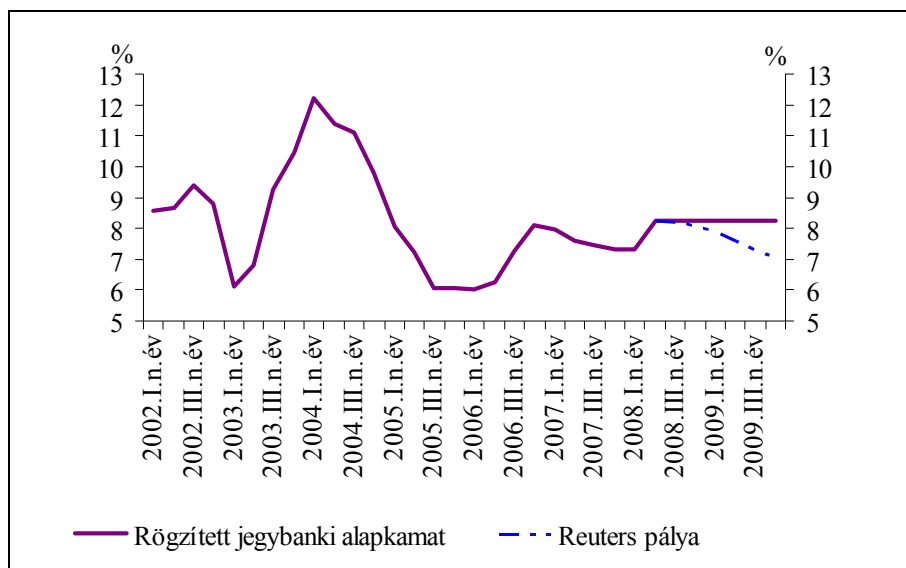
Jelentésünk készítésekor szokás szerint megvizsgáltuk, hogyan alakulna előrejelzésünk, ha a legutóbbi – áprilisi – Reuters-felmérésben szereplő átlagos árfolyam- és kamatvárakozásokat alkalmaztuk volna alapfeltevésként. Az elemzők nem várnak szignifikánsan más árfolyamot és jegybanki alapkamatot 2008 végére, mint ami az alap-előrejelzés feltevéseiben szerepel. 2009 végére változatlan árfolyam mellett 125 bázispontos jegybanki alapkamat csökkenést valószínűsítenek. Ezen feltételezéseket alkalmazva sem az inflációs sem a növekedési előrejelzés nem változik érdemben.

3-12. ábra: Árfolyampálya a Reuters áprilisi felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése alapján*



*Fordított skála

3-13. ábra: Jegybanki alapkamat pályája a Reuters áprilisi felmérése és rögzített kamat feltevése mellett



3-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2007	2008	2009	2010
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2008. május)	8,0	6,3	4,2	3,0
Consensus Economics (2008. április) ¹	-	5,1 - 6,0 - 6,8	3,2 - 3,7 - 4,2	-
OECD (2007. december)	7,8	4,7	3,4	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	7,9	6,3	3,7	-
IMF (2008. április)	7,9	5,9	3,5	-
Reuters-felmérés (2008. április) ¹	-	5,7 - 6,1 - 6,6	3,1 - 3,8 - 4,2	-
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2008. május)	1,3	2,2	3,2	3,7
Consensus Economics (2008. április) ¹	-	1,5 - 2,1 - 2,7	2,5 - 3,2 - 3,6	-
OECD (2007. december)	1,8	2,6	3,8	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	1,3	1,9	3,2	-
IMF (2008. április)	1,3	1,8	2,5	-
Reuters-felmérés (2008. április) ¹	-	1,7 - 2,1 - 2,7	2,5 - 3,0 - 3,5	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (mrd euro/dollár)				
MNB (2008. május) (mrd euro) ³	5,1	5,3	5,5	6,0
Consensus Economics (2008. április) ¹ (mrd dollár)	-	3,9 - 6,9 - 8,9	4,5 - 6,9 - 9,5	-
Reuters-felmérés (2008. április) ¹ (mrd euro)	-	4,5 - 4,9 - 5,5	4,4 - 5,0 - 5,7	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP %-ában)				
MNB (2008. május) ³	5,0	4,9	4,8	4,8
OECD (2007. december)	4,6	3,8	3,5	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	5,0	4,4	3,9	-
IMF (2008. április)	5,6	5,5	5,1	-
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)				
MNB (2008. május)	5,5	3,6	3,2	2,7
Consensus Economics (2008. április) ¹	-	3,7 - 4,0 - 4,7	3,2 - 3,8 - 6,0	-
OECD (2007. december)	6,4	4,3	3,5	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	5,5	4,0	3,6	-
Reuters-felmérés (2008. április) ¹	-	3,7 - 4,0 - 4,7	3,2 - 3,8 - 6,0	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések				
MNB (2008. május)	7,8	6,4	5,9	5,9
OECD (2007. december) ^{2,4}	6,2	7,1	6,7	-
Európai Bizottság (2008. tavasz) ²	6,8	6,2	5,6	-
IMF (2008. április) ²	5,9	4,9	4,8	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések				
MNB (2008. május)	3,8	2,5	2,3	2,3
OECD (2007. december) ^{2,4}	3,4	2,5	2,5	-
Európai Bizottság (2008. tavasz) ²	3,7	2,7	2,3	-
IMF (2008. április) ²	3,7	2,3	2,0	-

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

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői nézetek átlaga mellett (az középérték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől.

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

⁴ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2008. április); European Commission Economic Forecasts (2008. tavasz); IMF World Economic Outlook (2008. április); Reuters-felmérés (2008. április); OECD Economic Outlook (2007. december)

4. Államháztartási és külső egyensúly

4.1. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

2007 novemberéhez képest az államháztartás egyenlegére vonatkozó előrejelzésünk kismértékben az alacsonyabb hiányszint irányába tolódott el. Az eltérés három tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a korábban prognosztizáltnál magasabb bérpálya az adó- és járulékbévételek növekedését okozza. Másrészt számos kiadási tétel esetében²⁷ a korábbi szabály alapú előrejelzéssel szemben elfogadjuk a kormányzat által kidolgozott és kormányhatározatban rögzített keretösszegeket, ami alacsonyabb kiadási szintet jelent. Végül, a fenti tényezőkkel ellentétben a hiánypálya növekedése irányába hat, hogy a hozamgörbe érdemi emelkedése következtében magasabb nettó kamatkiadással számolunk. Az alacsonyabb hiánypálya ugyanakkor magasabb jövedelemcentralizáció és magasabb kiadási szint mellett valósulhat meg.

A kiadás-csökkentés szerkezete a hosszabb távú fenntarthatósági kockázatok érdemi növekedésével jár. A GDP-arányos kiadási szint leszorítása elsősorban a historikusan alacsony állami beruházási kiadások kismértékű csökkentése mellett következne be, miközben az uniós fejlesztési források igénybevétele a kormányzati tervek szerint jelentősen növekedne. Így a saját forrásból finanszírozott beruházási kiadások további, drasztikus csökkenése várható. A felhalmozási kiadások alacsony volumene és finanszírozási szerkezete komoly kockázatokat hordoz, melyeket a költségvetési hiány legyezőábrája jelenít meg – a magasabb hiány irányába mutató aszimmetrikus kockázati eloszlás formájában.

Alap-előrejelzésünk szerint 2008-ban a költségvetési hiány a GDP 3,6 százaléka körül alakulhat²⁸, azaz alacsonyabb lehet a konvergencia-program hiánycéljánál. 2009-2010-ben már nem beszélhetünk a hiánycél alullövéséről: alap-előrejelzésünk szerint a konvergencia program hiánypályája csak szigorú költségvetési politika és a központi egyensúlyi tartalék részleges, illetve teljes zárolása mellett lesz elérhető. Ráadásul a teljes előrejelzési horizonton alappályánkhöz aszimmetrikus, magasabb hiánypálya irányába mutató kockázat-eloszlás tartozik és időben előrehaladva növekszik a valószínűsége a hiánycél elvétésének. Előrejelzésünk alapján az elsődleges kiadások csökkentése nélkül nincs lehetőség az adóterhelés érdemi mérséklésére.

A tágabban értelmezett fiskális keresleti hatás az előrejelzési időszakra összességében az államháztartás aggregált keresletének csökkenését jelzi, azaz a fiskális politika keresleti oldalról hozzájárul az infláció csökkenéséhez. A költségvetési hiány csökkenése mellett a keresleti hatás jövőbeni alakulásának másik meghatározó tényezője a PPP konstrukcióban megvalósuló autópálya-beruházás. A 2010-re becsült jelentős keresletszűkítést az okozza, hogy az autópálya-beruházások nagyobb része a kormányzat szándékai szerint 2010 első két negyedében befejeződik.

²⁷ A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű kiadási előirányzatok (szervek kiadásai) esetében.

²⁸ Feltéve, hogy a kormányzat időközben nem dönt addicionális kiadásokról, elköltve a konvergenciaprogramhoz képest realizálódó többletbevételt.

4-1. táblázat: A fiskális hiánymutatók várható alakulása
(a GDP százalékában)

	Előzetes	Előrejelzés		
	2007	2008	2009	2010
1. GFS egyenleg	-5,4	-4,0	-3,3	-2,9
2. Ebből: Központi egyensúlyi tartalék*	0,2	0,1	0,3	0,2
3. Elsődleges egyenleg	-1,8	0,0	0,5	0,9
4. ESA-egyenleg korrekció	-0,1	0,4	0,0	0,0
5. ESA-egyenleg → alap-előrejelzés (1+4)	-5,5	-3,6	-3,3	-2,9
6. Központi egyensúlyi tartalék zárolás	0,0	0,0	0,1	0,2
7. ESA-egyenleg → várható (5+6)	-5,5	-3,6	-3,2	-2,7
8. Kvázifiskális és egyéb korrekciók	-0,4	-0,9	-1,2	-0,9
9. Kiegészített (SNA) egyenleg (5+8)	-5,9	-4,5	-4,4	-3,6
10. Kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg	-2,3	-0,8	-0,6	0,1
11. Fiskális keresleti hatás	-3,6	-1,5	-0,1	-0,8
Megjegyzés				
ESA-egyenleg Konvergenciaprogram	6,8	4,0	3,2	2,7

*A kormányzat által tervezett központi egyensúlyi tartalék.

A fiskális konszolidáció elmúlt másfél évét és az előrejelzésünket figyelembe véve elmondható, hogy a kiigazítás első két évében a hiánycsökkentés a konvergencia-programban megfogalmazott pályánál gyorsabban megy végbe, ami elsősorban a bevételek vártnál nagyobb mértékű emelkedésére vezethető vissza. A kormányzati kiadások ugyanakkor részben alkalmazkodtak a magasabb bevételekhez. Így a pálya egészére igaz, hogy a fiskális kiigazítás magasabb jövedelemcentralizáció és egyben magasabb újraelosztási szint mellett valósul meg, mint amivel a konvergencia-program számolt.²⁹

Előretekintve azonban a korábbi meredek hiánycsökkentést okozó erőteljes adó- és járulékbévelet-növekedés lefékeződik, így a deficitcsökkenés üteme lelassul és a folyamatban egyre hangsúlyosabb szerepet kap a kiadások feltételezett csökkenése. 2008-ban ebben meghatározó szerepet játszhat az egyszeri kiadási tételek erőteljes mérséklődése, az azt követő két évben azonban ezek egyenlegjavító hatása már mérsékelt lesz. Kiadási oldalon 2009-re és 2010-re feltételes, de csak részben szabályalapú előrejelzést készítettünk. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az állami alkalmazottak reálbére az OKÉT megállapodás alapján növekszik, a kormányzat az általa kidolgozott és elfogadott kiadási keretszámokat betartja, az egyéb kiadási folyamatok felett feszes kontrollt gyakorol. A fenti keretek mellett azonban a kiadásokat erősen aszimmetrikus, felfelé mutató kockázatok övezik, ami arra utal, hogy a kiigazítás hosszú távú fenntarthatósága kérdéses.

2007: A kiigazítás első teljes éve – a programnál kedvezőbb fiskális egyensúlyi pálya

2007-ben a költségvetési hiány a GDP 5,5 százalékára mérséklődött, így az egyensúlyjavulás meghaladta a konvergencia-programban tervezettet. A vártat meghaladó hiánycsökkenés

²⁹ A 2006-ban kidolgozott konvergenciaprogramhoz képest a teljes időhorizonton magasabb kiadási szinttel számolunk. Az eredeti program szerint 2007-ben az elsődleges kiadások a GDP 45,5 százaléka körül alakultak volna, az előzetes adatok szerint ennél mintegy 1,0 százalékponttal volt magasabb a konszolidált kiadások GDP-arányos szintje. Hasonló megállapítást tartalmaz a kiadási főösszegekről 2008-2010-re az Európai Bizottságnak idén áprilisban kiküldött jelentés a konvergencia program végrehajtásáról.

elsősorban a bevételek előrejelzettnél nagyobb mértékű emelkedésére vezethető vissza. A többletbevételek egyrészt a magánszektor lassabb béralkalmazkodásához, másrészt a több adónem esetében érzékelhető "fehéredési" folyamathoz, azaz az effektív adóráták emelkedéséhez köthetők³⁰.

A 2007-es hiányszint a novemberi inflációs jelentésben adott hiányprognózisunknál is alacsonyabb volt (a GDP 0,6 százalékával), amiben meghatározó szerepet játszott, hogy a társasági adóbevételek a növekedés lassulása ellenére jelentős mértékben emelkedtek³¹. Emellett a hiányszint csökkenése irányába hatott, hogy a társadalombiztosítás egyenlege a vártnál kedvezőbben alakult³², valamint a dologi kiadások érdemi csökkenésének eredményeképpen az önkormányzatok hiánya is elmaradt az előrejelzésünkötől.

4-2. táblázat: A 2007-es ESA-egyenleg eltérése novemberi alap-előrejelzésünkötől

Megnevezés	Eltérés (a GDP százalékában)
1) Társasági adóbevételek	0,2
2) Költségvetési szervek nettó kiadása	0,1
3) Társadalombiztosítás pozíciója	0,1
4) Önkormányzatok egyenlege	0,1
5) GFS-ESA korrekciók és kisebb tételek	0,1
6) Összesen (1+2+3+4+5)	0,6

A 2007-es folyamatokkal kapcsolatban fontos kiemelni, hogy az államháztartási létszám a korábban vártnál nagyobb mértékben csökkent, ami hosszabb távon is a bérkiadások csökkenése irányába hat. Ugyancsak tartósan kedvező hatást gyakorolhat, hogy a gyógyszerkiadások megfékezése a tervezettnél jobban sikerült.

A kiigazítás eredményeképpen az éven belüli költsékezés egyenletesebbé vált, így a hiány szokásos éven belüli lefutása is jelentősen módosult a korábbi évekhez képest. Év végén a kormányzati szándéknál alacsonyabb volt a költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű előirányzatok (továbbiakban költségvetési szervek) pénzköltése. Ennek következményeként azonban az optimálisnál magasabb maradt az úgynevezett előirányzatmaradvány-állomány, ami a jövőre nézve kiadás oldali kockázatot jelent.

A bevételek várható alakulása 2008-2010

A fiskális konszolidáció első másfél évében tapasztalt meredek bevétel emelkedést követően az előrejelzési horizonton a GDP-arányos bevételek esetében már mérséklődésre számíthatunk, a makrogazdasági környezet változása következtében azonban a folyamat lassabb lehet a korábban vártnál.

³⁰ 2007-ben a fehéredés hatására mintegy 120 milliárd forinttal emelkedtek a járulékbévételek, miközben a jövedéki adóbevételek területén is egyértelműen azonosítható volt a fehéredés hatása. A fehéredést tartós folyamatnak tekintjük, s mint bázishatást figyelembe vettük adó- és járulék bevételi prognózisainknál.

³¹ Nemzetközi tapasztalatokra alapozva előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a vállalkozások profitja a növekedés lefékeződésénél jobban visszaesik. Ezt a feltevést azonban az adóbevételek alakulása nem igazolta vissza.

³² A társadalombiztosítási járulékbévételek és a gyógyító-megelőző egészségügyi ellátásokra fordított kiadások az év utolsó két is hónapjában kedvezőbben alakultak várakozásainknál.

A makrogazdasági előrejelzés alapján fokozatosan élénkülő reálfogyasztás és a magasabb inflációs pálya következtében a fogyasztáshoz és a forgalomhoz kötődő adóbevételek alakulása kedvezőbb lehet a tavaly novemberben feltételezettnél. Ugyanakkor, mivel a nominális fogyasztás növekedése elmarad a folyóévi GDP növekedési ütemétől, a forgalomhoz kötődő adóbevételek GDP arányos szintje már 2008-tól csökken. Ez a hatás 2008 és 2010 között összességében 0,5-0,6 százalékponttal mérsékelheti a GDP-arányos adóbevételi szintet.

A novemberi inflációs jelentéshez képest a bevételek másik meghatározó adóalapját képező bérek a teljes előrejelzési időhorizonton gyorsabb ütemben növekedhetnek. Ezért a járulékos és jövedelemadó bevételek a korábban számítottnál magasabbak lehetnek. A legfrissebb előrejelzések szerint a bérdinamika a vizsgált három évben a nominális GDP növekedési üteme körül ingadozik, így a keresetekhez kötődő adóbevételek GDP-arányos szintje csak kismértékben, mintegy 0,2 százalékponttal csökken 2010-ig. Ez a kedvező pozíció azonban hosszabb távon nem fenntartható, mivel a bérdinamika kedvező ciklikus pozíciója a növekedést fékezi, ezért az adóalap GDP-arányos bővülése csak átmeneti tényező lehet.

A vállalkozásoktól származó adóbevételeknél (társasági adók és iparűzési adó) a 2007. évi magasabb bázis hatását az egész előrejelzési időtávon érvényesítettük. Ez a hatás önmagában a GDP közel 0,4 százalékpontjával növelte meg az adóbevételek szintjét az előrejelzési horizonton.

Az önkormányzati alrendszer bevételei közül kiemelendő az iparűzési adóbevétel alakulása. Az ennél az adónemnél adható adókedvezmények 2007. év végével megszűntek, ezért bevételi többletet realizálhatnak azok az önkormányzatok, amelyek a korábbi években kedvezményt biztosítottak. Az ebből származó bevételi többletet a GDP 0,1-0,2 százalékpontjára becsüljük. Amennyiben becsülésünkől eltérő többletbevételt realizálnak az önkormányzatok, akkor az alrendszer rugalmas alkalmazkodása miatt ez csak kismértékben módosítaná az alrendszer egyenlegét.

Összességében elmondható, hogy a kiigazítás során a költségvetés az eredeti konvergencia-programhoz képest jelentős bevételi többletre tett szert. A többletbevétel jelentős része az adóelkerülés csökkenéséből származik, másik része a vártnál magasabb keresetdinamikával áll összefüggésben. Így a jövedelemcentralizáció mértéke a tervezettnél magasabb, s ez a folyamat előreláthatólag 2010-ig fennmaradhat. A magasabb jövedelemcentralizáció egyrészt a hiánycsökkentés dinamikáját befolyásolta, másrészt a kiadási szint részben alkalmazkodott a magasabb bevételekhez, ami a kiadáscsökkentés elhalasztása irányába hatott. Ez utóbbi különösen azért jelent problémát, mivel az adó- és járulékbévételek GDP-arányos eróziója már középtávon is a költségvetési pozíció romlását okozhatja.

A kiadás oldali folyamatok alakulása 2008-2010

A kiadási szint előrevetített csökkenésében a költségvetési szervek GDP-arányos kiadásainak mérséklődése játszik meghatározó szerepet. A kiadás csökkentés meghatározó komponense a saját forrású felhalmozási kiadások kiváltása uniós finanszírozással. A bérköltség alakulása további számottevő megtakarítást már nem eredményez. Mindeközben a kiadások harmadik meghatározó tényezőjénél, az áruk és szolgáltatások vásárlásánál a korábbi években olyan mértékű kiadás-visszavágásra került sor, amely hosszú távon már nem fokozható. Az előrejelzési horizonton a családtámogatások, a lakástámogatások és a fogyasztói árkiegészítések inflációval, vagy attól elmaradó valorizálása jelent szűk mozgásteret az újraelosztás GDP-arányos szintjének csökkentéséhez.

Kiadási oldalon a legjelentősebb tételt a költségvetési szervek nettó kiadásai jelentik. Különösen igaz ez a választási években, mivel a mindenkori kormányzat e kiadási tételeknél képes diszkrecionális módon pénzt költeni. E tételek esetében 2008-ban alap-előrejelzésünkben a kiadási előirányzatok teljesülésével számolunk.

2009-2010-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetési törvényjavaslattal. Ennek ellenére előrejelzésünk nem szabályalapon készült, hanem normatív pályán alapul. A kormányzat ugyanis szakítva korábbi gyakorlatával, most három évre előre meghirdette a kiadási tételek meghatározó részének keretszámait. A kormányzat szándékai szerint e keretszámok lesznek a következő évek költségvetési törvényjavaslatainak kiadási előirányzatai. Megítélésünk szerint a kiadási keretszámok feszítettek és alacsonyabb kiadási szintet jelentenek a szabályalapon készülő előrejelzéssel szemben. Ha ennél a tételnél a korábban alkalmazott szabályalapú előrejelzést tartalmazná alappályánk, akkor a kiadások GDP arányos szintje mindkét évre 0,3-0,4 százalékponttal lenne magasabb a normatív alapú előrejelzésünkhöz képest. Ezért alap-előrejelzésünkhöz a szokásosnál nagyobb aszimmetriát mutató bizonytalansági eloszlás tartozik.

A fenti kiadási keretszámokon belül arra számítunk, hogy a közsférában dolgozók reálkeresete 2008-ban már nem csökken tovább. A következő két évben pedig a reálbérek már enyhén növekednek. Előrejelzésünkben az OKÉT megállapodást úgy értelmeztük, hogy a reálbéremelés pénzforgalmi szemléletben valósul meg, ennek megfelelően 2009-ben – a közsféra bértömegénél – a novemberi előrejelzésünkhöz képest, most mintegy 3 százalékponttal magasabb keresettömeg-alakulással számolunk. Ez a többletkiadás a tavalyi – várakozásunknál erőteljesebb – létszám-kiigazításból származó megtakarítások nagyobb részét feléli.

Az államháztartás beruházási kiadásai esetében az aktualizált konvergenciaprogram GDP-arányos szinten maradással kalkulál. Ez azonban az uniós társfinanszírozás jelentős növekedésével párhuzamosan valósul meg. A saját források uniós finanszírozással történő kiváltása 2008-ban hozzájárul a kiadás oldali kiigazításhoz. Ez a hatás 2009-ben is jelentkezik, de már jóval kisebb mértékben. 2010-ben pedig már olyan alacsony szintre kerülnek a költségvetés saját forrásból megvalósított beruházásai, hogy a kiváltási hatás már nem lehet effektív.³³

2008-ban jelentős, mintegy 1,2 százalékpontos deficitcsökkentő hatást gyakorol az egyszeri kiadási tételek csökkenése, illetve kiesése (pl. az autópálya építések kiszervezése PPP konstrukcióba, a Gripen beszerzések kiesése, a MÁV konszolidáció csökkenése stb.). Az egyszeri kiadások csökkenése 2009-re lefékeződik: ekkor elsősorban a 2008-ban még a költségvetésen belül végrehajtott gyorsforgalmi útépítések kikerülése jelent további kiadás-megtakarítást, 2010-ben azonban az egyszeri tételek esetében már nem számítunk deficitcsökkentő hatásra.

Az önkormányzatok beruházási ciklusa hagyományosan a választási években csúcsosodik ki, ezzel számoltunk alap-előrejelzésünk összeállításakor. A beruházási-ciklus hiánynövelő hatása azonban 2010-ben mérsékeltebb lehet a korábbiiban tapasztalathoz képest, mivel az uniós források igénybevétele ennél az alrendszerrel is részben a saját forrásokat válthatja ki.

³³ Az áprilisban összeállított monitoring anyag az állami beruházások 3,6 százalékos GDP –arányos szinten tartásával számolt. Ez praktikusán azt jelenti, hogy a saját forrású beruházási kiadások a 2007. évi 2,6 százalékponttól a GDP 1,0 százalékára csökkennek 2009-re. Árnyalja a képet, hogy közben felgyorsulnak a PPP konstrukciójú gyorsforgalmi úthálózat-építések, melyek csak a rendelkezésre állási díj által, időben szétterítve érintik az ESA-egyenleget.

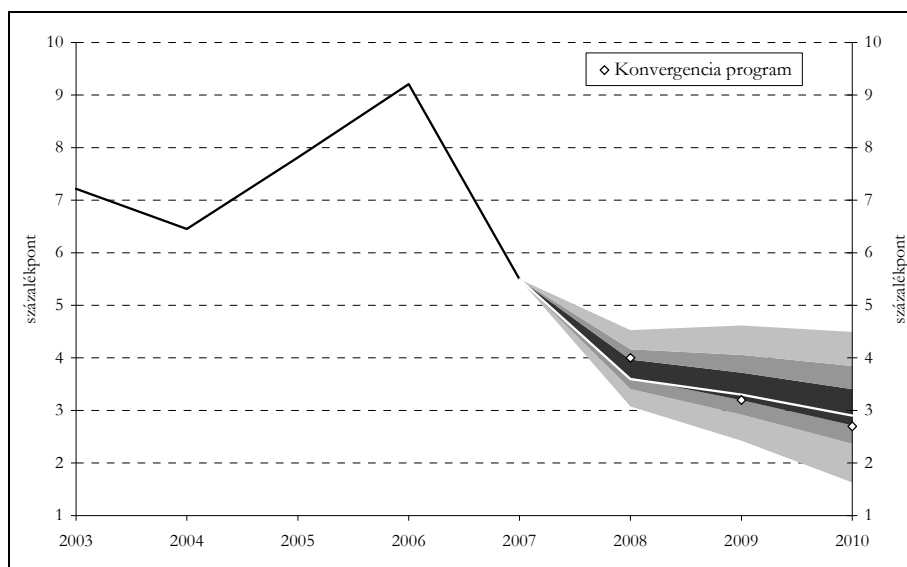
Az előrejelzési horizonton végig azzal a feltevessel élünk, hogy a MÁV Start Zrt. veszteségét az eredményszemléletű korrekciók során figyelembe vesszük. Ezt a lépést az indokolja, hogy a vállalat bevételeinek több mint 50 százaléka származhat közvetlen költségvetési transzferből. Ebben az esetben a szokásosnál jóval kisebb mértékű adósságvállalásra kerülhet sor, egy később időpontban.

Alap előrejelzésünk kockázati eloszlása 2008-2010

A költségvetési egyenleggel kapcsolatos kockázaterzékelésünk eltér a bevételi és kiadási kockázatok megítélését illetően. A kormányzat egyedi kiadási döntéseirez rendelhető bizonytalanságok 2008-ban még csak kismértékben, de 2009-2010-ben már határozottan növelik az alappályában jelzettnél nagyobb hiányszint kialakulásának valószínűségét.³⁴ Ugyanakkor az adó- és járulék bevételekhez tartozó kockázatok szimmetrikus eloszlást mutatnak

A hiány-előrejelzés kockázateeloszlása mindhárom évben az alap-előrejelzésnél nagyobb hiány kialakulását valószínűsíti. Az eloszlás meghatározó tényezői közül a makropálya bizonytalansága 2008-ra közel szimmetrikus, azután pedig egyre inkább a kisebb hiány felé mutató kockázatot jelent. Ennek oka, hogy bár a növekedési kockázatok lefelé mutatnak, az alap-előrejelzésnél esetlegesen magasabb infláció hiánycsökkentő (bevételnövelő) hatása ezt ellensúlyozza.

4-1. ábra: A költségvetési hiány legyezőábrája



A 2008. évi bizonytalansági eloszlásoknál a szakértői tétel esetében a kisebb hiány irányába mutató kockázatok közül kiemelendő az önkormányzati alrendszerrel tapasztalt kiadás oldali alkalmazkodás. 2007-ben az önkormányzatok jelentősen visszafogták kiadásait. Amennyiben ez a tendencia idén is fennmarad, akkor az önkormányzatok

³⁴ Extra, legfeljebb a GDP 0,4 százalékának megfelelő kockázatot jelenthet az, hogy még nem ismert az EUROSTAT álláspontja a MÁV Cargo értékesítéséből származó bevétellel kapcsolatban. A tervek szerint a bevétel a MÁV-nál maradna, de ha azt költségvetési transzferként el kell majd számolni a kiadások között, akkor ez az ESA-egyenleg is érinteni fogja.

egyenlege kedvezőbb lehet. Ezzel szemben 2008-ban a magasabb deficit irányába mutató kockázatok közül a költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó bizonytalanságunk jelentős. Amennyiben a gyorsforgalmi úthálózat fejlesztésére pótlólag benyújtott programok uniós finanszírozása nem valósul meg, továbbá a felhalmozódott előirányzat-maradvány leépítésére idén kerülne sor, akkor jelentős kiadás túllépés következhet be.

A 2009-2010. évekre vonatkozó szakértői kockázatérzékeléseknél 2008-hoz hasonlóan elsősorban a költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó előrejelzések aszimmetrikusak a magasabb hiány irányába. A konvergencia-program szerinti további kiadáscsökkentés végrehajthatóságánál látunk jelentős bizonytalanságokat. Ehhez a kiadási tételhez azért kötődik a szokásosnál aszimmetrikusabb kockázatérzékelés, mert alap-előrejelzésünk nem a szokásos szabályalapú előrejelzést tartalmazza, hanem valójában egy normatív kiadási pályát, amelyet a kormány idén tavasszal határozott meg és fogadott el.

4-3. táblázat: A legyezőábra sávjai

infláció	Várható ESA deficit 30%-os valószínűséggel	Várható ESA deficit 60%-os valószínűséggel	Várható ESA deficit 90%-os valószínűséggel
2008	3,6-4,0	3,4-4,2	3,1-4,5
2009	3,2-3,7	2,9-4,1	2,4-4,6
2010	2,7-3,4	2,4-3,8	1,6-4,5

További számottevő bizonytalanság rendelhető az európai uniós források felhasználásának jövőbeni alakulásához, amely az állami beruházási kiadások meghatározó tényezője lesz a következő két évben. A vártnál gyengébb abszorpciós képesség elvileg a központi költségvetés beruházási kiadásainak mérséklődésén keresztül paradox módon az alrendszer hiányának csökkenéséhez vezethet. Ha azonban a kormányzat a beruházások szintentartása mellett dönt, akkor az uniós források csökkenésével párhuzamosan a saját források szerepe nőhet, ami a hiány növekedése irányába hat. Ezt a hatást erősítheti, hogy az önkormányzati alrendszer esetében az uniós források feltételezettnél alacsonyabb igénybevétele az alrendszer fokozottabb eladósodásával és ezzel együtt magasabb deficitjével járhat együtt.³⁵

További jelentős kockázat társítható a metróberuházáshoz. Alap-előrejelzésünk azzal a feltevéssel készült, hogy az Európai Unió befogadja a metróberuházás projektet, s részt vesz annak finanszírozásában, mégpedig olyan mértékben, ahogy azt a fővárosi önkormányzat, illetve a Magyar Állam tervezi. Amennyiben az uniós források a tervezettnél kevesebbet finanszíroznának a fejlesztésből, akkor a hiányzó részt saját forrásból kell kipótolni, ami a hiány növekedését jelentheti. A metróberuházáshoz tartozó kockázatok mértékét nehéz megbecsülni, mivel a beruházás összköltségéhez is tartoznak bizonytalanságok, valamint a beruházás finanszírozásáról az Európai Unió pontos álláspontja sem ismert. Megítélésünk szerint a kockázatok legalább a GDP 0,2 százalékpontjára tehetőek.

A MÁV-val kapcsolatosan a múltban a választási évek környékén rendszeresen felmerültek kockázatok, a választási évekre általában jellemző volt az állami vasút konszolidációja, elsősorban adósságtvállalás formájában. Ilyen típusú kockázatot most is megjelenít

³⁵ Nincs okunk azt feltételezni, hogy az önkormányzati alrendszer szokásos beruházási (választási) ciklusa a következő két évben mérsékeltebb lenne a korábbi választási ciklusokban megfigyelnél.

szakértői kockázaterzékelésünk, de a kockázat mértéke a szokásosnál kisebb, mivel a MÁV Start Zrt. kormányzat által becsült veszteségét már figyelembe vettük az ESA-hiányra vonatkozó alap-előrejelzésünk összeállításakor.

Összességében tehát 2008-ban a szakértői tételek aszimmetriája a fő meghatározó tényező, míg 2009-ben és 2010-ben a makrogazdasági pályából eredő, alacsonyabb hiány felé mutató kockázatok csak csökkentik, de nem ellensúlyozzák a szakértői előrejelzés felfelé mutató ferdeségét.

Amennyiben előrejelzésünket a konvergencia program céljaival vetjük össze, akkor a 2008-as számok nagy valószínűséggel teljesíthetőek, míg 2009-2010-ben a célok az alap-előrejelzés alatt, a legezőábra középső sávjának határán helyezkednek el.

4. 2. Külső egyensúly alakulása

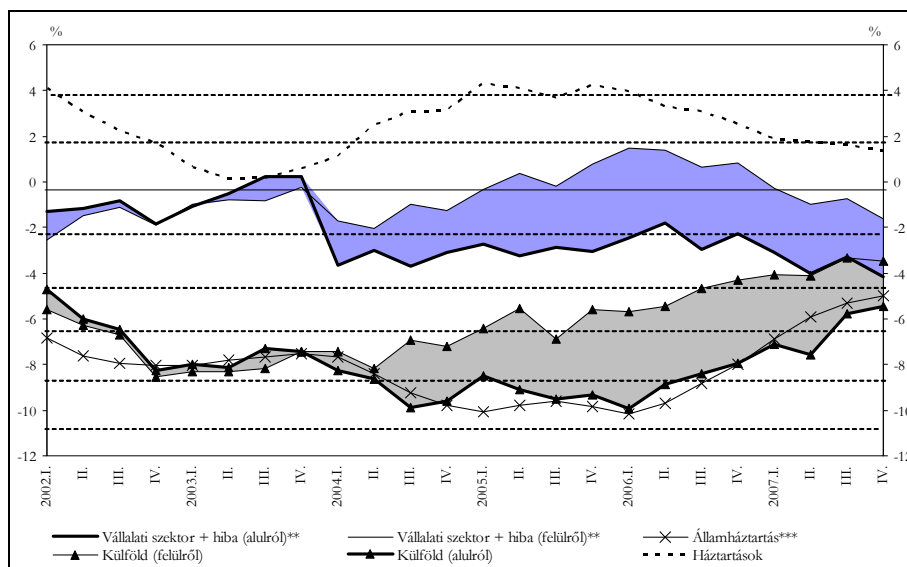
2007-ben az előzetes adatok szerint a folyó fizetési és tőkemérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény a GDP 4 százaléka körül alakult, ami mintegy 1,3 százalékpontos csökkenést jelent az előző évhez képest.^{36,37} Reálgazdasági oldalról a külkereskedelmi egyenleg javulása járult hozzá legmarkánsabban a külső finanszírozási szükséglet mérséklődéséhez, amely részben a belföldi felhasználás visszaesésének importcsökkentő hatására, részben a kedvező külpiaci helyzetből fakadó erőteljes exportdinamikára vezethető vissza. Szintén a külső egyensúlytalanság csökkenésének irányába hatott az európai uniós források növekedése, amely 2007-ben már a GDP 1,4 százalékának megfelelő nettó transzferbevételt jelentett Magyarország számára. Ugyanakkor a jövedelemegyenleg hiánya – elsősorban a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének növekedése miatt – tovább emelkedett.

A belföldi szektorok finanszírozási helyzete felől közelítve az egyensúlyjavulás egyértelműen a konszolidált államháztartás nagymértékű (közel 4 százalékpontnyi) hiánycsökkenéséhez köthető, amely azonban csak részben jelent meg a külső finanszírozási igényben. A fogyasztássimító magatartás eredményeként ugyanis a háztartások GDP-arányos nettó megtakarítása 2007-ben folyamatosan csökkent, és az év egészét tekintve mindössze 1,7 százalékot, a 2006-os szint felét érte el. Eközben a vállalati szektor finanszírozási képessége is mérséklődött, amelynek hátterében azonban továbbra sem a beruházási kiadások emelkedése, hanem elsősorban a termelékenység növekedését meghaladó béremelkedés, az energiaköltségek emelkedése és a belföldi kereslet visszaesése miatt jelentősen romló jövedelmezőség áll.

³⁶ 2008 márciusában az MNB pontosította a 2006-os évre vonatkozó közvetlen tőkebefektetés és az ehhez kapcsolódó jövedelemáramlás adatokat. A revízió eredményeképpen a 2006-os hivatalos külső finanszírozási igény 5,7 százalékról 5,3 százalékra módosult, és ezzel párhuzamosan csökkent az „alulról számított” külső finanszírozási igény is.

³⁷ 2007-ben számottevően mérséklődött a fizetési mérleg „Tévedések és kihagyások” során elszámolt statisztikai hiba, így a finanszírozási oldalról számított külső forrásbevonás még jelentősebb mértékben, a GDP 2,3 százalékával csökkent. Ugyanakkor a két mutató közötti rés még mindig a GDP 2,4-át teszi ki.

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 Grippen 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 Rt.-t, a kvázi-fiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

2008-ban folytatódhat a külső finanszírozási igény csökkenése, amely továbbra is a konszolidált államháztartás hiányának mérséklődéséhez köthető. Ugyan korábbi várakozásunkkal ellentétben a háztartások nettó megtakarítása 2008 elején nem indult emelkedésnek, ám az év során a növekvő reáljövedelmek és mérsékelt fogyasztásdinamika eredményeként fordulópontonra számítunk, így a szektor GDP-arányos finanszírozási képessége összességében enyhén meghaladhatja a 2007-es szintet. Továbbra is lanya beruházási aktivitás és a termelési költségek emelkedése következtében nem javuló jövedelmezőség mellett a vállalati szektor finanszírozási képességének alakulásában sem számítunk jelentős változásra. Számításaink szerint 2008-ban a költségvetési hiánycsökkenés fele megjelenhet a külső egyensúly javulásában, ami 3,4 százalékos külső finanszírozási igénynek felelhet meg.

4-4. táblázat: Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Beclés						Előrejelzés		
I. Konszolidált államháztartás*	-8,5	-8,3	-8,4	-9,4	-9,6	-5,9	-4,5	-4,4	-3,6
II. Háztartások	2,7	0,2	2,4	4,2	3,4	1,7	1,8	2,1	2,4
Vállalatok és "hiba" (= A - I.- II.)	-0,9	0,1	-2,1	-0,8	0,9	0,2	-0,6	-0,5	-1,4
A. Külső finanszírozási képesség, "felülről" (=B+C))**	-6,7	-8,0	-8,1	-6,0	-5,3	-4,0	-3,4	-2,8	-2,5
B. Folyó fizetési mérleg egyenlege** - milliárd euróban **	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0	-4,9	-4,8	-4,8
C. Tőke mérleg egyenlege	0,3	0,0	0,3	0,8	0,8	1,0	1,6	2,0	2,3
D. Tévedések és hiba (NEO)***	0,3	0,3	-1,7	-2,8	-3,4	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0
Külső finanszírozási képesség "alulról" (=A+D)	-6,4	-7,7	-9,8	-8,7	-8,7	-6,4	-5,7	-5,0	-4,5

* A konszolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Rt.-t, a vázjafiskális 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.

Előrejelzésünk 2009-2010-re a külső egyensúlyi helyzet további fokozatos javulását vetíti előre. A széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye kisebb lépésekben ugyan, de a teljes előrejelzési horizonton csökkenő tendenciát mutat. A lakosság várhatóan rendelkezésre álló jövedelmének emelkedésénél visszafogottabb ütemben növeli fogyasztását, így a háztartási szektor nettó megtakarítása lassan emelkedhet. Ugyanakkor 2010-re a vállalati beruházások már érezhetően élénkülhetnek, így a vállalati szektor finanszírozási igénye is érdemi növekedést mutathat. Összességében a 2010-ig terjedő időszakban a külső finanszírozási igény a GDP 2,5 százalékára süllyedhet.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve a reálgazdasági egyenleg már csak kismértékben járulhat hozzá a külső egyensúlyjavuláshoz, hiszen a lassuló nemzetközi konjunktúra a magyar exportdinamikát foghatja vissza, míg a fokozatosan élénkülő belső kereslet az import bővüléséhez vezethet. A jövedelemegyenleg GDP-arányos hiánya némileg csökkenhet, amit a hazai vállalatok külföldi befektetéseihez kapcsolódó növekvő jövedelem-beáramlás magyarázhat. A külső finanszírozási igény mérséklődése meghatározó részben a transzferegyenleghez köthető.

4-5. táblázat: A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete
(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

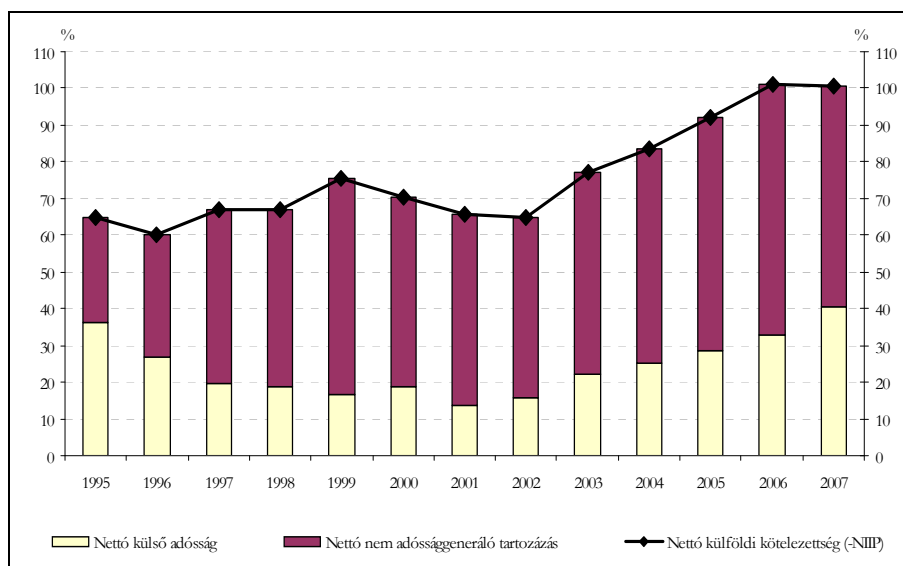
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Tény/Előzetes tény							Prognózis		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg*	-1,5	-2,4	-3,8	-2,7	-0,5	0,4	2,5	2,5	2,5	2,4
2. Jövedelem egyenleg	-5,4	-5,4	-4,9	-6,0	-6,5	-6,9	-7,9	-7,7	-7,6	-7,5
3. Viszonytalan folyó átutalások egyenlege	0,8	0,7	0,8	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)*	-6,1	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0	-4,9	-4,8	-4,8
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban*	-3,6	-5,0	-5,9	-6,9	-6,0	-5,4	-5,1	-5,3	-5,5	-6,0
II. Tőke mérleg egyenlege	0,6	0,3	0,0	0,3	0,8	0,8	1,0	1,6	2,0	2,3
Külső finanszírozási képesség (I+II)*	-5,5	-6,7	-8,0	-8,1	-6,0	-5,3	-4,0	-3,4	-2,8	-2,5

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

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2007-ben a finanszírozás szempontjából meghatározó „alulról számított” *külső finanszírozási igény* 6,5 milliárd eurót tett ki, amely a GDP 6,4 százalékának felel meg. A külső forrásbevonás jelentős csökkenése következtében a GDP-arányos nettó külföldi kötelezettségállomány emelkedése 2007-ben megállt, ám a fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete a befektetői megítélés szempontjából kedvezőtlen irányba mozdult el: a nem adósságeneráló források esetében 4,3 milliárd eurós nettó kiáramlást tapasztalhattunk, amivel párhuzamosan az adósságjellegű forrásbeáramlás rekordszintre emelkedett, és a nettó külső adósságráta elérte a 40,7 százalékot. A dinamikus adósság bővülés mind a hitelintézetek, mind a vállalati szektor esetében megfigyelhető volt.

4-3. ábra: A nettó külföldi kötelezettségállomány és nettó külső adósság alakulása
(GDP-arányában)



A nettó nem adósságjellegű külső finanszírozás csökkenése jelentős részben néhány rezidens nagyvállalat intenzív működőtőke-kiviteléhez és az intézményi befektetők növekvő külföldi részvényvásárlásához köthető. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a finanszírozási szerkezet 2007-es átrendeződését nagymértékben befolyásolta két olyan egyedi tranzakció is, amelyek nem adóssággeneráló tőke kivonásként és ezzel megegyező mértékű nettó adósságjellegű forrásbevonásként jelentek meg a fizetési mérleg statisztikában:

- A MOL úgy védekezett az OMV felvásárlási törekvései ellen, hogy jelentős mennyiséget vásárolt - nagyrészt külföldiek kezében lévő - saját részvényeiből, amelyet részben külföldi betéteinek leépítésével, részben hitelfelvétellel finanszírozhatott.
- A külföldi tulajdonú Budapest Airport esetében tulajdonosváltásra került sor, és ezzel párhuzamosan megváltozott a cég finanszírozási szerkezete. A korábbi tulajdonos 100 százalékban közvetlentőke befektetésként finanszírozta a cég megvásárlását, míg az új vevő a vételár döntő részét nem közvetlen tőkebefektetés formájában, hanem külföldi bankoktól felvett hitelből fedezte.

A GDP-arányos nettó külföldi kötelezettségállomány 2007-es stabilizálódásával egy többéves emelkedő trend tört meg, és a külső egyensúlytalanság prognosztizált csökkenése esetén a ráta a továbbiakban lassú csökkenést mutathat. Ugyanakkor a rezidens szereplők nem adóssággeneráló külföldi befektetései szintje a 2007-es egyedi hatások kiszűrése után is emelkedő tendenciát mutat, így a külső finanszírozás szerkezete tartósan az adósságjellegű források felé mozdulhat el. A tőke kivitel azonban hosszabb távon pozitív hatást gyakorolhat a jövedelemegyenlegre, és ezzel hozzájárulhat a fizetési mérleg hosszú távú fenntarthatóságához.³⁸

³⁸ A külső finanszírozási szerkezet alakulásával részletesen foglalkozik az MNB-szemle áprilisi számában megjelent cikk (*A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?*).

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 portfólió-átrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

Hogyan mérjük az euróövezethez 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
<i>2000. szeptember</i>	
A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25
<i>2000. december</i>	
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
<i>2001. március</i>	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december-2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
<i>2001. augusztus</i>	
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
<i>2001. november</i>	
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001-2002-ben	39
A május-augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41
<i>2002. február</i>	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
<i>2002. augusztus</i>	
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények?	
Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-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
<i>2002. november</i>	
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP adatok felülvizsgálata?	45
<i>2003. február</i>	
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
"Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok" – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
<i>2003. május</i>	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
<i>2003. augusztus</i>	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
<i>2003. november</i>	
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
<i>2004. február</i>	
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
<i>2004. május</i>	
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
<i>2004. augusztus *</i>	
Változás a jelentés szerkezetében	53

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

*2004. november **

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

*2005. február **

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

*2005. május**

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

2005. augusztus

Keretes írások:

Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk és az alappálya törékenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58

Aktuális kérdések:

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

2005. november

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

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

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
Feltevésaink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53

2006. augusztus

(csak elektronikus formában jelent meg)

Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007-2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23

2006. november

Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58

2007. február

(csak elektronikus formában jelent meg)

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	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
Feltevésaink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53

2007. augusztus

(csak elektronikus formában jelent meg)

Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre	30

2007. november

Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA deficit prognózisunk változásának hátterében?	68

2008. február

(csak elektronikus formában jelent meg)

Az OÉT megállapodások hatása a béralakulásra	16
--	----

2008. május

A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	22
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	30
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	46
Feltevésaink	52
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	55