



ICEG Európai Központ

Negyedéves

# Előrejelzés

a magyar gazdaságról

Ősz

## **Tartalomjegyzék**

<b>Összefoglaló</b> _____	<b>3</b>
<b>I. A fontosabb globális és regionális trendek</b> _____	<b>5</b>
<b>II. A gazdasági növekedés és szerkezete</b> _____	<b>7</b>
<b>III. A monetáris kondíciók</b> _____	<b>9</b>
<b>IV. Az államháztartás helyzete</b> _____	<b>12</b>
<b>V. A külső egyensúly alakulása</b> _____	<b>15</b>
<b>VI. Munkaerőpiac</b> _____	<b>17</b>
<b>VII. A gazdaságpolitikai kihívások</b> _____	<b>17</b>



## Összefoglaló

**EXOGÉN ADOTTSÁGOK.** A külső környezet hatása a hazai gazdaság fejlődésére 2005-ben ellentmondásos. Kedvezőtlen, hogy miközben a világgazdaság és a világkereskedelem növekedése erőteljes, addig az euró-övezet növekedése lassú és jelentősen növekedtek, majd magas szinten stabilizálódtak az olajárak. Ugyanakkor rendkívül kedvező a nemzetközi befektetői környezet, mert a nemzetközi kamatlábak alacsonyak, magas a befektetők kockázatvállalási hajlandósága, és ennek megfelelően erőteljesek a közepes jövedelmű országokba irányuló befektetések.

**NÖVEKEDÉS.** A GDP növekedése 2005-ben előreláthatóan 3,6%-ra mérséklődik. Az első negyedéves erőteljes lassulást az év hátralévő részében a kibocsátás gyorsabb növekedése kíséri. A mérsékeltebb GDP növekedés mögött a belső kereslet (és ezen belül is elsősorban a lakossági fogyasztás) lassúbb növekedése, valamint a csökkenő exportdinamika és a nettó export kisebb mértékű hozzájárulása áll. A nettó export gazdasági növekedésben játszott kisebb szerepéhez a 1,5-2 százalékos cserearány-romlás is hozzájárul. Az év során gyorsuló GDP növekedés ellenére összességében az újonnan csatlakozott országok közül csak Lengyelország növekedése marad el a hazai teljesítménytől. A növekedés 2006-ban kissé gyorsulhat az euró-zóna gyorsabb növekedése, az összességében kedvező nemzetközi finanszírozási környezet, valamint a belföldi kereslet választásokkal is összefüggő bővülése miatt.

**MONETÁRIS KONDÍCIÓK.** A pénzromlás üteme az év során csökken és éves átlagban 3,6%-os fogyasztói áremelkedés várható. Az erőteljesebb termelői árnövekedés mellett is mérséklődő inflációban a stabil nemzeti valutának, a növekvő importverseny nyomán korlátozottabb piaci árnövelési lehetőségeknek fontos szerepe van. A fogyasztói árakban jövőre további mérséklődés várható a növekvő importált infláció és a magas költségvetési deficit ellenére, mert az ÁFA csökkenés részben begyűrűzik az árakba, illetve csökkennek az inflációs várakozások. Mindezek alapján 2006-ra 2,1%-os átlagos és az év közben emelkedő infláció miatt 2,8%-os december/december fogyasztói árindexet várunk.

**FISKÁLIS FOLYAMATOK.** Az államháztartási hiány az előző előrejelzésben várt 5,5%-os deficitnél is magasabb lesz, amely mögött az Eurostat által kifogásolt elszámolási technikák teljes hatásának figyelembevétele mellett a tervezettől elmaradó ÁFA bevételek, valamint egyes felülről nem korlátos államháztartási kiadások gyors növekedése áll. A várakozásaink szerint a GDP 6%-t elérő államháztartási hiány nyomán 2005-ben erőteljes marad a költségvetés keresleti hatása, tovább emelkedik az államadósság szintje. A 2006-os költségvetési tervek laza, a korábbi konvergencia-programban szereplő elképzeléseket feladó fiskális politikával számolnak. Mivel a kiadások tekintetében számos tétel kockázatosnak látszik, valamint a választási években a hiány átlagosan 2 százalékponttal magasabb volt a megelőző évinél, óvatos előrejelzés alapján is 6,6%-os deficcittel számolunk 2006-ra a nyugdíjkorrekció hatásai nélkül.

**KÜLSŐ EGYENSÚLY.** A külső egyensúly 2005-ben kissé javul, bár a folyó fizetési mérleg hiánya GDP arányosan változatlanul magas, 7,7% lesz. Ezen belül azonban a kereskedelmi mérleg deficit csökken, mert az export és import növekedési dinamika közötti rés tágul. A folyó fizetési mérleg hiány növekedését a szolgáltatási és jövedelemegyenlegek romlása eredményezi. A folyó fizetési mérleg által megtestesített nettó külső finanszírozási igényt a közvetlen tőkebefektetések beáramlása csak félig fedezi, ennek következtében a nettó devizaadósság emelkedik. Jövőre a folyó fizetési és kereskedelmi mérleg deficit is növekszik az erőteljesebb keresleti hatás miatt, aminek eredményeképpen a kedvezőbb exportdinamikához az import gyorsabb növekedése társul: a kereskedelmi mérleg hiánya a GDP 3,7%-a, a folyó fizetési mérlegé 8,5%-a lehet.

**MUNKANÉLKÜLISÉG ÉS A BÉREK ALAKULÁSA.** A munkaerőpiacon a munkanélküliség 2005-ben növekszik és eléri a munkaképes lakosság 7,2%-át, miközben a foglalkoztatottak száma nem bővül és a foglalkoztatási ráta változatlanul alacsony marad. A reálbérek közel 6 %-kal emelkednek, és ez meghaladja a termelékenység növekedését: a bérek növekedése erőteljesebb a költségvetési, mint a versenyszférában.

**GAZDASÁGPOLITIKAI KIHÍVÁSOK.** A gazdaságpolitika számára három jelentős kihívás jelenik meg a következő időszakra. Egyrészt miképpen lehet biztosítani, hogy a módosított hiánycélok teljesüljenek, tekintettel a hiányt növelő kockázatokra. Másrészt a jövedelempolitikának el kell kerülni, hogy 2006-ban az ideivel megegyező reálbér-növekedés következzen be, ami az erőteljesen csökkenő inflációt és a választási években felerősödő bérköveteléseket tekintve nem könnyű feladat. Végezetül a monetáris politikának választania kell: vagy a dezinfláció által implikált kamatpályát követi, vagy az államháztartási deficit és a kockázati tényezők által determinált pályán alakítja a kamatszintet.



Táblázat. Összefoglaló előrejelzés a magyar gazdaságra

	2003	2004	2005*	2006*
GDP (%)	3	4,1	3,6	3,9
Lakossági fogyasztás	8	3,5	3,1	3,5
Közösségi fogyasztás	5,5	-1,5	2,5	2,8
Beruházások	3,5	8,2	6	7
Export	7,5	15,5	11	9
Import	10,5	14	8	10
Fogyasztói árindex (éves átlag)(%)	4,7	6,8	3,6	2,1
Fogyasztói árindex (dec/dec) (%)	5,7	5,5	3,2	2,8
Munkanélküliségi ráta (%)	5,8	6,1	7,2	7,0
Reálbérek (%)	4,5	2,6	6,0	5,5
Államháztartás egyenleg/GDP (%)	-7,2	-5,5	-6,0	-6,6
Államadósság/GDP (%)	57	58	60	61,5
Folyó fizetési mérleg/GDP (%)	-8,5	-8,9	-7,7	-8,5
Kereskedelmi mérleg/GDP (%)	-4	-3,1	-2,9	-3,5
Árfolyam (év végi)	262	245	255	255
Jegybanki alapkamat (év vége)	12,5	9,5	6	5

\*Előrejelzés



## I. A fontosabb globális és regionális trendek

Az előrejelzések változatlanul a világgazdaság 4 % körüli bővülési ütemét prognosztizálják 2005-re. Az egyes régiók növekedési ütemei ugyanakkor jelentősen eltérnek egymástól. Míg az USA gazdasági helyzete stabilizálódni látszik, és Japán esetében is megjelentek a régóta várt fellendülés jelei, addig az euró-zóna tagállamainak gazdasági gyengélkedése tovább tart. Az eltérő gazdasági dinamika nem segíti a folyó mérleg-problémák enyhülését és a világgazdasági kereslet kiegyensúlyozottabb növekedését.

A világgazdasági régiói között az euró-zóna változatlanul az egyik legalacsonyabb növekedést ütemet mutatja. Nehéz csak külső tényezőkkel (olajárak, világpolitikai problémák, árfolyammozgások) magyarázni a gyenge teljesítményt, hiszen ezek többé-kevésbé más, gyorsabban növekvő régiókat is sújtanak, illetve az eurózónán belül is nagymértékben eltérnek a teljesítmények. Tehát a belső gazdaságpolitikák „felelőssége” jelentős. Néhány rövidebb fellendülő periódust (2004 első felében vagy 2005 elején) újabb visszaesés követett, s különösen a nagyobb euró-zóna-tagok, Olaszország és Németország birkóznak meg nehezen a külső sokkokkal. Ugyanakkor Spanyolország, a skandináv országok vagy Írország teljesítménye sokkal kedvezőbb. Magyar szempontból viszont az előbbi két ország (és a közepesen teljesítő Ausztria) gazdasági helyzetének alakulása a legfontosabb.

Előző jelentésünkben még éves szinten 1 % fölé vártuk Németország 2005-ös GDP-növekedését. A második negyedév stagnálást hozott, és még az adat nyilvánosságra hozatala előtt csökkentette a hat vezető német gazdaságkutató intézet 0,7 %-ra az ideai gazdasági növekedés lehetséges mértékét. (A kormány áprilisban csökkentette 1 %-ra hivatalos előrejelzését.) A második negyedévben tovább csökkent a belső kereslet, és a nettó export növekedési hozzájárulása – a várttal ellentétben – enyhén negatív volt. Az első félév gyenge teljesítménye éves szinten is jelentősen 1 % alatti növekedést jelez előre. A gazdaság helyzetét a szeptember közepi választásokat követően kialakult politikai bizonytalanság tovább súlyosbíthatja.

Olaszországban változatlanul a GDP csökkenése prognosztizálható. A kereskedelembe kerülő javak piacvesztése felgyorsult. A recesszió

okai között az egység-béreköltségek növekedése, a hagyományos olasz exporttermékeket sújtó erősebb világpiaci verseny és az erős euró mellett a hazai kereslet 1 % alatti bővülése és a beruházások csökkenése is fontos szerepet játszik.

Ausztria gazdasági bővülési ütemének előrejelzése nem változott: 2 % lehet az idén, elsősorban a költségvetési deficitből finanszírozott adócsökkentés stimulálhatja a gazdaságot, ellensúlyozva az exportpiacok lassúbb növekedését – az OECD előrejelzése szerint.

A világgazdaság és világkereskedelem alakulása szempontjából az USA és Kína 2005-ös kilátásait érdemes még megvizsgálni.

Az USA 2005-ös gazdasági növekedésének üteme 3 és 4 % közé várható. A bővülést elsősorban a belső kereslet növekedése mozgatja, amely mindeddig nem reagált negatívan a magas olajárakra vagy a kamatemelésekre. A nettó export növekedési hozzájárulása ugyanakkor negatív, és a külső egyensúly tovább romlott. A beruházások (GFCF) visszaestek. Az OECD előrejelzése szerint a növekedés üteme tovább lassulhat és emelkedhet az inflációs ráta. A második negyedév kedvező adatokat, alacsony munkanélküliségi rátát és a vártnál jobban növekvő termelékenységet hozott. Ugyanakkor kockázatot jelent, hogy a kamatemelések ellenére változatlanul sok a fölös pénz – a szakértők szerint a gyors ázsiai növekedés miatt – a gazdaságban.

Kína szerepe egyre jelentősebb a világgazdaságban, nemcsak a gazdaság mérete miatt, hanem elsősorban azért, mert méretéhez képest jelentős a külkereskedelmi nyitottsága. Ugyanakkor a kínai gazdasági teljesítmény alakulását még mindig kevésbé piaci tényezők, mint inkább adminisztratív kormányzati intézkedések befolyásolják erőteljesen. A 2005-ös 9 százalékos körüli növekedés annak ellenére valósulhat meg, hogy a fiskális politika szigorodott és a beruházásokat igyekeznek visszafogni. A növekedés motorja az export, amelyet segített a gyengülő jüan és a belső kereslet visszaesése, illetve a kínai termékeket sújtó kereskedelmi korlátozások enyhítése/eltörlése. A folyó fizetési mérleg többletét az OECD előrejelzése 100 milliárd US dollárra becsüli az év végére, amely a GDP 5,2 %-át jelenti. A folyó fizetési mérleg többletének további növekedését – legalábbis időlegesen – megállíthatja a kínai hatóságok július



végi döntése, amellyel a jüan egyoldalú dollárhoz való kötését felváltották egy általuk irányított lebegtetésnek nevezett árfolyamrendszerrel, ahol a jüan értékét egy valutakosárhoz kötötték, és kismértékben leértékelték. Még nem világos, hogy mennyire engedik majd a kínai hatóságok a jüan dollárhoz képesti további leértékelődését az új rendszerben, és ennek milyen áttételes hatása lesz elsősorban az USA-ra, továbbá a világgazdaság többi szereplőjére

Az új tagországok növekedési kilátásai viszonylag kedvezőek, és ez a magyar gazdaság számára is előnyös lehet. Az egyes kormányzati és nemzetközi szervezetek által adott előrejelzések erősen „szórnak”, de egyetlen új tagországnak sem jósnak 3.5 % alatti növekedést. A regionális gazdasági kapcsolatok bővülése meglódult a csatlakozást követően, és 2005 második felében még tarthat ez a pozitív hatás.

Az UNCTAD jelentős működőtöke-beáramlást jelez 2005-re a régióba, amelyet a közvetlen külföldi tőkebefektetésekért folytatott verseny élesedése kísér, hiszen a potenciális befektetési helyszínek egyre hasonlóbbakká válnak, s így felértékelődik az egyéb tényezők szerepe.

Oroszország (és más FÁK-országok) gazdaságának növekedése is a magasabbak közé tartozhat 2005-ben a világgazdaságban. Elsősorban a kőolaj és más nyersanyagok magas árai növelik meg az exportbevételeket. Oroszország

növekedése az idén alacsonyabb (6 % körüli) lesz, mint 2004-ben volt (7.1 %), mivel a beruházások és az export növekedése lassul. Az exportbevételek ugyanakkor segítenek finanszírozni a fiskális expanziót és így a belső kereslet növekedését, visszafogva ezzel a növekedési ütem lassulását.

2005 első felében tovább nőttek az olajárak. A Világbank adatai szerint júniusban 35 %-kal haladták meg az év eleji árszintet. Az előző jelentésben ismertetett árfelhajtó tényezők továbbra is hatnak, így az újabb felhasználók (elsősorban Kína) által támasztott kereslet, a tartalékkapacitások hiánya és az ellátás-biztonsági problémák miatt az év második felében sem várható a tendenciák megfordulása. Ezen felül a 2005. szeptemberi természeti katasztrófák további árfelhajtó hatást gyakorolnak. Az olajárak negatív hatása érezhető az inflációs nyomás erősödésén, a termelői árak alakulásán, a növekedési kilátások romlásán.

Az árfolyamváltozásokat tekintve az eurónak az US dollárhoz képesti gyengülése jellemezte 2005 első fél évét. A Világbank elemzése szerint a folyamatokat elsősorban az USA és az euró-zóna növekedési rátái közötti eltérés, a dollár javára mutató növekvő kamatkülönbség, illetve a francia és a holland népszavazást követő politikai bizonytalanság indokolja. Kisebb-nagyobb kilengésekkel, de az új tagországok valutái együtt mozognak az euróval.



## II. A gazdasági növekedés és szerkezete

A magyar gazdaság növekedése 2005 II. negyedévében a kedvező külső fejleményeknek is köszönhetően gyorsult, 4,1% éves növekedést ért el. Az év első félévében 3,5%-kal nőtt a bruttó hazai termék volumene az előző év azonos időszakához képest; a naptári hatások figyelembevételével még magasabb, 3,9%-os a növekedés. Ezzel a magyar gazdaság követi a világ gazdaság és az Európai Unió tendenciáit, a növekedési ütem az EU-15 átlagánál mintegy 2 százalékponttal magasabb. Bár a hazai kereslet növekedése mérsékelt maradt, a kedvező exportteljesítmény és az állami infrastrukturális beruházások húzta állóeszköz-felhalmozás az általunk korábban vártnál kissé magasabb, 3,6%-os éves gazdasági növekedést vetít előre.

### Termelés

Termelési oldalon a fő húzóerő az ipar, az építőipar és egyes szolgáltató ágak (szállítás, pénzügyi tevékenység) növekedése volt a II. negyedévben. A mezőgazdasági termelés 10%-kal csökkent a tavalyi év rekord terméséhez viszonyítva. Az ipar hozzáadott értéke 6,3%-kal bővült az előző évhez képest; az első hét hónapban a termelés volumene 5,9%-kal haladta meg az előző évit. A növekedés exportvezérelt jellegére utal, hogy míg az ipari kivitel 9,5%-kal növekedett 2005 január-július között, addig a belföldi értékesítés csupán 3,2%-kal; ráadásul a júliusi új ipari megrendelések között is 19,4%-kal nőttek az export-, míg 0,6%-kal csökkentek a belföldi rendelések (2004 júliusához képest).

Ágazati bontásban szemlélve szintén az exportorientált ágazatok jó szereplése szembeötlő: a járműgyártás termelése 8,6%-kal, a villamos

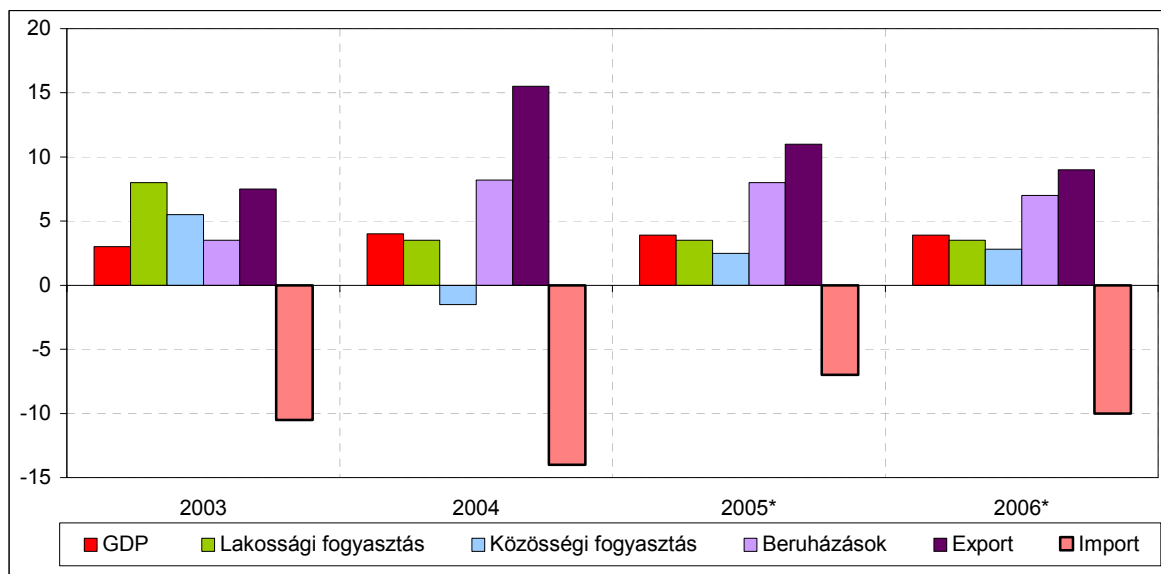
műszer és gép gyártása 17,4%-kal nőtt az első hét hónapban. A legdinamikusabb export-bővülést a máshová nem sorolt feldolgozóipar produkálta 18,3%-kal; a villamos gépgyártás 15,9%-os, a járműgyártás 8,5%-os, a gép és berendezés gyártása 8%-os kivitel-növekedést regisztrált.

A második negyedévben kiemelkedő teljesítményt (13,9% növekedés a hozzáadott értékben) mutatott az építőipar, elsősorban az állami infrastrukturális beruházásoknak (autópálya és egyéb útépités) köszönhetően.

A piaci szolgáltatások körében főként a külső kereslethez kapcsolódó szállítás 9,5%-os bővülése kiugró, az egyéb szolgáltató szektorok növekedése a GDP növekedési üteméhez közeli volt. Az eddig rendelkezésre álló adatok szerint a turizmus 2005-ben nem mutatott kiugró eredményeket. 2005. január-július között a belföldi vendégek száma 5%-kal, a külföldi vendégek száma 7%-kal nőtt a tavalyi évhez képest, de a vendégéjszakák száma csupán 2, illetve 3%-kal. A turizmus bővülése leginkább Közép-Magyarországon volt érzékelhető; a Dunántúl és Dél-Alföld szintén több belföldi turistát vonzott. A Balatonnál a vendégéjszakák száma kissé csökkent január-augusztus között, a szállodák átlagos szobakapacitás-kihasználtsága pedig csupán 49%-ot ért el szemben az országos átlag 60%-kal, illetve Budapest 72%-ával szemben. A kereskedelmi szálláshelyek bevételei folyó áron 14%-kal emelkedtek az év első hét hónapjában 2004-hez képest, míg a kereskedelem, javítás, szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás volumene 2005 II. negyedévében az előző évhez képest 3,5%-kal nőtt.



1. grafikon – A GDP növekedése és szerkezete %-ban



### Felhasználás

A lakossági fogyasztás fékeződése az év folyamán megállt, és bővülési üteme jelenleg stabil. A vártnál alacsonyabb infláció és a kibontakozó növekedés nyomán javuló jövedelmi kilátások, valamint a nettó keresetek első hét hónapbeli 11,2%-os emelkedése ellenére a fogyasztás bővülése mérsékelt (a második negyedévben 3,3%), ugyanakkor a megtakarítások is növekednek. A lakosság hitelfelvétele az előző évekhez képest 2005-ben mérsékelt; az új hitelállományban a deviza alapú ingatlanhitelek súlya a meghatározó. A közösségi fogyasztás a fiskális restriktió következtében csupán 0,4%-kal emelkedett a második negyedévben az előző évhez képest, így a végső fogyasztás az első negyedév 1,9%-át követően a második negyedévben 2,9%-kal bővült. Ez szezonális és naptári kiegészítést követően mindössze 1 illetve 0,9%-os bővülést jelent.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás II. negyedévi 9,4%-os emelkedése nagyrészt infrastrukturális beruházások következménye: míg az első félévben a gépberuházások 4,2%-kal növekedtek, addig az építések 13,9%-kal. Kiugró a szállítás, raktározás, posta, távközlés 40,9%-os növekedése: itt kerülnek elszámolásra az útépítések. A feldolgozóiparon belül a villamos gépgyártás teljesített átlag felett; a lakásberuházásokat is tartalmazó ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás szektor állóeszköz-felhalmozása 5,2% volt.

A felhasználási oldal pozitív fejleménye, hogy a második negyedévben az export 11%-kal nőtt az előző évihez képest. Az import számbavételénél módszertani bizonytalanságok jelei mutatkoznak, ennek következtében a kimutatott behozatal feltehetőleg alulbecsli a tényleges importot. Így a külkereskedelmi egyenleg a GDP-re a statisztikákban vélhetően pozitívabb hatást gyakorol, mint a valóságban.





### III. A monetáris kondíciók

#### Árfolyamok és hozamok

A nemzetközi pénzügyi piacokon tapasztalható kedvező folyamatok 2005 első felében nagyban befolyásolták a forint árfolyamát és az állampapír hozamokat. A kockázatvállalási hajlandóság változása ugyanakkor ebben az időszakban sem volt egységes. Március közepéig növekedett a kereslet a kockázatosabb kötvények iránt, amit májusig egy negatív, alapvetően a vállalati kötvények, kisebb mértékben a szuverén kötvények megítélésében bekövetkező korrekció követett. Májusban újabb fordulat állt be a befektetői légkörben, ami mindkét szegmens kötvényei felárának csökkenését hozta. A kedvező globális környezet egyelőre fennáll, bár tartósságát veszélyezteti az amerikai kamatemelés és az ennek ellenére alacsony hosszú távú hozamok közötti feszültség.

A közép-kelet-európai régióra szintén hatással voltak a nemzetközi folyamatok. Erősödött a régió egységként való kezelése, illetve differenciálása más feltörekvő, EU-n kívüli országoktól, régióktól. Háttérbe szorultak az országspecifikus tényezők is, ami az árfolyam- és hozam adatok esetenként erős együttmozgásából is megfigyelhető volt.

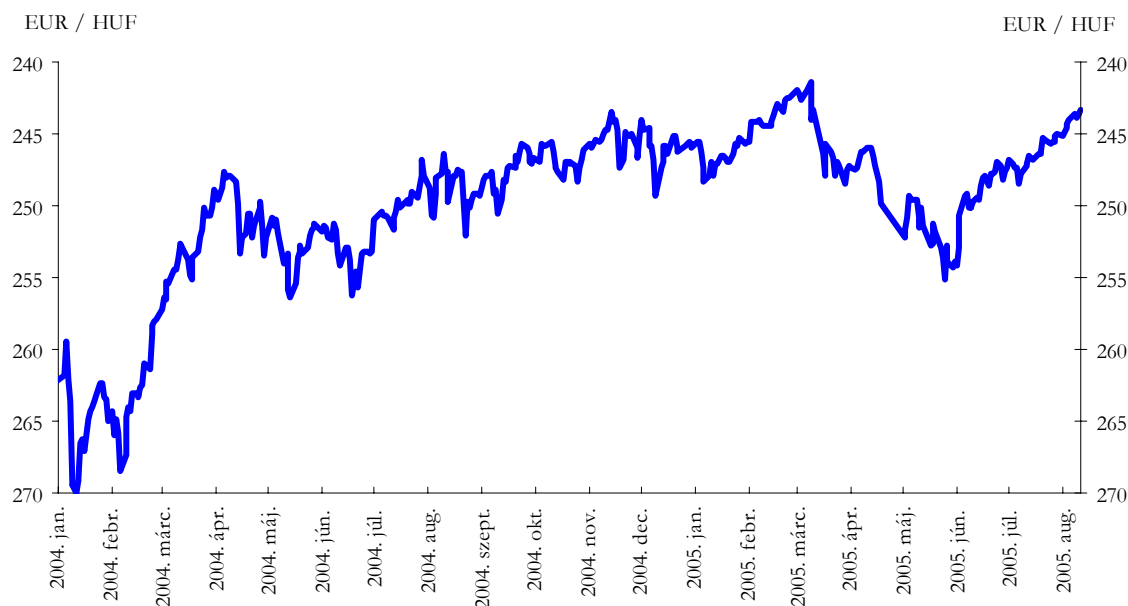
Összhangban a kedvező globális környezettel és a régió jobb megítélésével a forint hozamok is mérséklődtek. Míg a javulás május végéig szinte kizárólag a rövid lejáratú állampapíroknál testesült meg (a 3 hónapos közel 2 százalékponttal esett), addig júniustól a vízszintessé vált hozamgörbe már párhuzamosan tolódott lefelé mintegy 1 százalékponttal. A rövid hozamokban beállt

változást alapvetően a jegybanki alapkamat, illetve az arra vonatkozó várakozások befolyásolják, míg hosszabb távon a javuló inflációs kilátások és a kedvezőbb kockázati megítélés dominál. Idén eddig a jegybank már 300 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, év végéig – jelenlegi információk szerint – további 75 bázispontos csökkentést vár a piac.

A forint – a korábbi volatilitás ellenére – nem gyengült, ugyanakkor a hozamok az év eleji várakozásokhoz képest mérséklődtek. Ez arra enged következtetni, hogy a kockázati felárak csökkentek, illetve hogy a monetáris kondíciók enyhítése indokolt volt, mert nem hajtották fel a hosszú távú inflációs várakozásokat. Magyarország régióhoz viszonyított kedvezőtlenebb megítélését ugyanakkor jól mutatja az, hogy a hozamcsökkenés elsősorban rövidebb távon realizálódott, és a kiemelten fontos, az öt év múlva esedékes öt éves forward forint hozamok euróhoz viszonyított kockázati felára stabilan másfél-kétszeres a cseh, lengyel és szlovák valutáknál tapasztaltakhoz képest. Ez egy jól értelmezhető információt nyújt, hogyan látják a befektetők az ország konvergencia esélyeit, és ezt csak megerősíti a nemrég napvilágot látott, az egyes országok euró-övezeti csatlakozásának lehetséges időpontjairól szóló Fitch-elemzés is, ahol Magyarország legkorábbi csatlakozási időpontjának 2011-et látják, míg a régió más országai talán már másfél, két év múlva csatlakozhatnak.



## 2. grafikon – A forint árfolyamának alakulása az euróval szemben



A forint árfolyama az euróval szemben

**Infláció**

A 2005 második negyedéves fogyasztói árindexben tapasztalható növekedés az első negyedéveshez képest amellyel történt, hogy a maginfláció csökkent, vagyis ezt az ezen kívül eső tényezők okozták. 12 havi átlagot tekintve a maastrichti kritérium árstabilitásra vonatkozó feltétele és a magyar fogyasztói árindex közötti differencia tovább csökkent.

A maginflációnál megfigyelhető folyamatos csökkenés 2004 közepe óta tart. A második negyedév indexe évesítve 1 százalék körül alakult. Kínálati oldalról a mérséklődés irányába hatott az erősödő importverseny (az importált tradable javak alacsony áremelkedése), a korábban erősödő, majd

stabil forintárfolyam, illetve az EU-csatlakozás óta a kereskedelmi korlátozások szinte teljes felszámolása, és az ezzel párhuzamosan erősödő verseny. A keresleti oldalt tekintve is deflációs hatásokat figyelhetünk meg, az elmúlt másfél évben a lakossági fogyasztás dinamikája jelentősen mérséklődött.

Harmadik fontos pillérként kiemelhető, hogy folytatódott az inflációs várakozások csökkenése. A lakosság esetében legalább is nem romlott, az elemzők esetében pedig mindenképpen mérséklődött a 2006-os infláció nagyságára vonatkozó előrejelzés, aminek háttérében a kormányzat tervezett indirekt adó-csökkentése állt.

1. táblázat – Inflációs mutatók, 2004/2005  
(éves változás, %)

	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2
Maginfláció	6,2	5,9	5,3	3,2	2,2
Feldolgozatlan élelmiszer	8,0	11,9	1,5	-2,2	5,0
Jármű-üzemanyag és piaci energia	7,8	7,6	10,0	6,4	8,7
Szabályozott árak	10,1	8,3	7,2	4,8	6,4
Fogyasztói árindex	7,3	7,0	5,9	3,6	3,8

Forrás: MNB

A maginfláció csökkenésének okai közül nem emelhető ki külön egy-egy momentum. A tartós és

nem tartós iparcikkek ára már a második negyedév óta csökken, amihez külső táptalajt ad az EU-ban



ezen termékkörben mért alacsony infláció. Az importverseny hatása szintén érezhető a feldolgozott élelmiszerek és a szeszesitalok tekintetében. Az előbbieket az év eleji csökkenés után stagnált a második negyedévben, míg az utóbbiaké a korábbi években tapasztaltakhoz képest mérsékeltebben emelkedik.

A második negyedévben tapasztalható inflációemelkedést tehát a maginfláción kívüli tényezők okozták, nevezetesen a nyersolaj és feldolgozatlan élelmiszerek árának emelkedése. Az olaj ára 13 százalékkal, az üzemanyagárak 7 százalékkal nőttek a második negyedévben az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A feldolgozatlan élelmiszerek esetén kiugróan magas, 8 százalékos áremelkedés történt egy negyedév alatt, amit szakértők szerint a szűkös kínálat okozott. Ez a mértékű áremelkedés egyedi

volt a régióban, Magyarországon kívül mindenhol stabilan alakult, vagy jóval kisebb mértékben növekedett a feldolgozatlan élelmiszerek ára.

Összességében éves szinten 3,6%-os fogyasztói áremelkedést várunk 2005-re. A fogyasztói árakban jövőre további mérséklődés várható a növekvő importált infláció és a magas költségvetési deficit ellenére. A deflációhoz hozzájárul a tervezett ÁFA csökkentés, mert ennek egy része begyűrűzik az árakba, valamint az ezzel is összefüggésben mérséklődő inflációs várakozások. A fogyasztói árak emelkedését korlátozza továbbá a nemzeti valuta árfolyamának alakulása is. Mindezek alapján 2006-ra 2,1 %-os átlagos és az év közben emelkedő infláció miatt 2,8%-os december/december fogyasztói árindexet várunk.



## IV. Az államháztartás helyzete

Az előző előrejelzésünkben is a kormányzati és főbb előrejelző intézeteknél pesszimistább államháztartási egyenleggel számoltunk 2005-ben, amit a nemrég bejelentett hiánycél módosítás beigazolt. A 2005-ös GDP arányos államháztartási hiánycélt a kormányzat a nyugdíjreform hatásai nélkül a GDP 3,6%-ról 6,1%-ra emelte, ami a nyugdíjreformmal együtt számított hiányt 4,7%-ról a GDP 7,2%-ra növeli.

A korábban célul kitűzött deficit növekedése mögött nem kizárólag a nem Eurostat konform módon elszámolt kiadási tételek megjelenése áll, hanem az államháztartás hiányát a tervezettől eltérítő folyamatok. Ilyennek kell tekinteni, hogy 2005-ben előreláthatólag nem teljesülnek teljeskörűen a kitűzött adóbevételi célok, ezen belül elsősorban a közvetett adók esetében várható jelentősebb elmaradás a tervezettől.

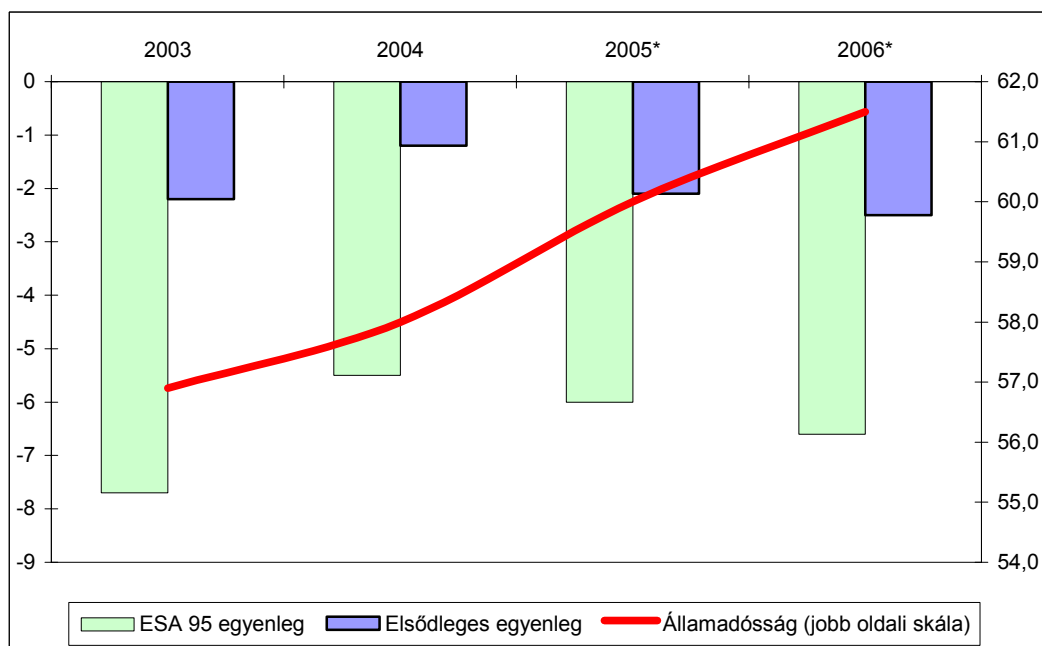
A bevételek elmaradása mellett a magasabb hiány mögött az államháztartási kiadások gyors növekedése is megtalálható. A növekedés egyik forrása a nyíltvégű kiadások korábban tervezett meghaladó mértékű növekedése (pl. az EU-s támogatások felhasználáshoz nyújtott állami kofinanszírozás formájában), illetve a költségvetési intézmények kiadásainak emelkedése. A

költségvetési szervek és fejezetek kiadásai 2005 első felében rendre magasabbak voltak a tervezett szintnél, illetve előreláthatóan az önkormányzatok beruházásai is meghaladják majd a korábban tervezett. Mindezek eredményeképpen az elsődleges egyenleg a tervezettnél kedvezőtlenebbül alakul, és ez jelenik meg a teljes államháztartási hiány növekedésében. A költségvetési deficit növekedése nyomán erőteljesen bővül 2005-ben a fiskális keresleti hatás is: miközben az MNB szerint 2003-2004-ben a keresleti hatás negatív volt, addig 2005-ben pozitív lesz, bár mértéke nem éri el a 2001-2002-ben megfigyeltet.

Várakozásaink szerint a nyugdíjreform hatásának kiszűrésével számított államháztartási hiány 2005-ben eléri a GDP 6%-át, ami a tavalyi szintén magas hiányhoz képest is romlást jelez. Összességében az elmúlt években nem beszélhetünk az államháztartási hiány mérséklődéséről: az ESA 95 alapon számított államháztartási deficit beállt a GDP 6-7%-os szintjére. Ennek megfelelően az államadósság növekedése sem kerülhető el, és a GDP arányosan számított adósságmutató a 2004-es 58%-ról 2005-re előreláthatóan 60%-ra emelkedik.



### 3. grafikon – Az államháztartás főbb egyenleg mutatói a GDP százalékában



A 2006-os államháztartási folyamatok alakulásával kapcsolatos előrejelzés bizonytalanságát növeli, hogy miképpen alakul az államháztartás tényleges hiánya 2005-ben, illetve milyen diszkrecionális fiskális politikai lépések kerülnek megvalósításra az elfogadásra kerülő 2006-os költségvetés keretében. A tervezettnél magasabb 2005-ös államháztartási hiány szükségszerűen eredményezte a konvergencia-programban meghatározott államháztartási deficit mértékének növelését. A 2006-ra célul kitűzött és a nyugdíjreform hatásával korrigált 4,7%-os államháztartási hiánycél teljesülésének is vannak azonban kockázati tényezői.

Egyrészt figyelembe kell venni, hogy a már bejelentett adócsökkentéseknek jelentős bevételeket csökkentő hatása van, amely elérheti a GDP 1,5%-át. Miközben az adócsökkentésnek lehet a bevételeket növelő közvetett másodlagos hatása, de a nettó egyenleg negatív a bevételek alakulása szempontjából. Az adómérséklések közül elsősorban az ÁFA és a személy jövedelemadó esetében várható jelentős bevételkiesés, amivel a költségvetési törvény tervezete nem számol teljes mértékben: a bevételek kiesése az elsődleges és a teljes államháztartási egyenleget jelentősen rontja.

Másrészt az államháztartási hiány alakulását 2006-ban is eltérítheti a tervezett szinttől az egyes államháztartási kiadások és bevételek elszámolásával kapcsolatos bizonytalanság. Ezek közül kettőt érdemes kiemelni, amelyek

méretüknél fogva is befolyásolhatják az államháztartási deficitet. Az egyik a Grippen-beszerzésekkel kapcsolatos kiadások kérdése, mert az Eurostat álláspontja szerint a repülőgépek beszerzésével kapcsolatos kiadásokat a szállítók éveiben kell statisztikailag elszámolni, ami 2006-ban a GDP 0,5%-val magasabb kiadásokat eredményezhet. A másik hasonló tétel az autópálya-építéssel kapcsolatos: a kiadások fele PPP konstrukcióban lenne realizálva, ami korrekt módon elszámolva vonal feletti tételnek minősül és a kiadások, illetve a hiány növekedését eredményezi. Mindezen tényezők addicionálisan a GDP 0,7-0,8%-val megegyező kockázati elemet visznek az államháztartási egyenleg alakulásába.

Harmadrészt az államháztartási hiány azért is lehet magasabb a 4,7%-os célnál, mert a 2005-ben bekövetkezett jelentős államadósság-növekedésnek addicionális kamatkiadás vonzata van. Annak ellenére, hogy a kamatlábak mérséklődnek, az állomány növekedése olyan jelentős volt, hogy nem várható 2006-ban a kamatkiadások mérséklődése, sőt azok enyhe növekedésével kell számolni.

Végezetül nem szabad figyelmen kívül hagyni a politikai ciklus hatását sem az államháztartási folyamatok és egyenleg alakulására. A korábbi választások során a választási évben átlagosan a GDP 2 százalékkal volt magasabb az államháztartási hiány szintje, mint a választásokat megelőző évben. A választási évben a központi



költségvetés és a helyi önkormányzatok esetében sokkal nehezebb a kiadási előirányzatok tartása és ez a hatás 2006-ban is érvényesülhet. Kérdéses, hogy miképpen lesz képes kordában tartani a kormányzat a kiadások növelésére irányuló szándékot és a tervezett keretek között tartani az államháztartási kiadások növekedését.

Mindezen kockázatok alapján azzal számolunk, hogy 2006-ban a nyugdíjkiadások nélkül számított államháztartási hiány a GDP 6,6%-a, az államadósság/GDP mutató a GDP 61,5%-a lehet.



## V. A külső egyensúly alakulása

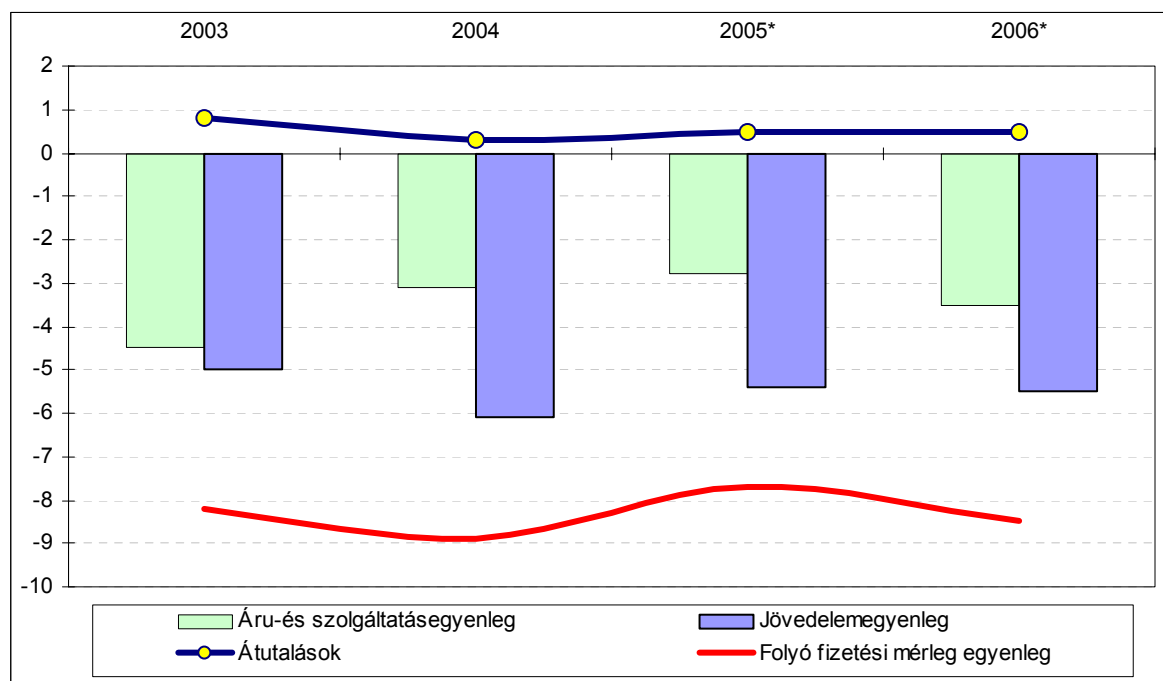
A folyó fizetési mérleg passzívuma 2005 első negyedévében 1497 millió eurót tett ki. Bár a hiány mértéke 2004 második negyedéve óta javuló tendenciát mutat, a folyó fizetési mérleg GDP arányos passzívuma a négy negyedéves gördülő adatok alapján szinte alig változott.

A külkereskedelmi mérleg egyenlege mind az előző év azonos időszakához képest, mind 2004 negyedik negyedévéhez viszonyítva javult. Az MNB által közölt első negyedéves fizetési mérleg adatok szerint a kivitel 11 százalékos bővülése a 2004-ben megindult tendenciák folytatásaként továbbra is meghaladja a behozatal 9 százalékos növekedését. A KSH adatai szerint 2005 első félévében euróban számolva az export 10 százalékkal, míg az import 4 százalékkal bővült, az előző év azonos időszakának bázisán. Az MNB augusztusi inflációs jelentésében arra hívta fel a

figyelmet, hogy a külkereskedelmi deficit a KSH által 2005 első félévében kimutatott csökkenése félrevezető lehet, ugyanis az Európai Unió belüli külkereskedelmi statisztikák kérdőíves megkérdezésen alapulnak. Csatlakozásunk előtt azonban még a vámhatáron történő számbavétel alapján kerültek összeállításra. Mindezek fényében a külkereskedelmi mérleg GDP arányos passzívuma előrejelzésünk szerint 2005-ben 2,5 százalék körül valószínűsíthető.

A szolgáltatásokon belül az idegenforgalomból származó bevételek az előző negyedévhez viszonyítva 280 millió euróval emelkedtek. Az idegenforgalmi egyenleg aktívuma ugyanezen időszak alatt több mint kétszeresére nőtt. Az előző évvel szemben 2005-ben a szolgáltatások egyenlege várhatóan aktívumot mutat majd.

4. grafikon – A folyó fizetési mérleg egyenleg és szerkezete a GDP százalékában



A jövedelmek egyenlegének passzívuma mintegy 250 millió euróval nőtt a bázisidőszakhoz képest. Ennek oka elsősorban az állam növekvő külföld felé történő eladósodása, és az ebből fakadó magasabb kamatszolgálati teher. A nagy állami infrastrukturális beruházások külföldi hitelből történő finanszírozására esetén idén és jövőre a jövedelmek egyenlegének további romlására számítunk.

A viszonytalan folyó átutalások egyenlege is növekvő hiányt mutat. Fontos azonban megjegyezni, hogy a folyó fizetési mérleg ezen részmerlegében a bázis időszakhoz (2004. január-március) képest új tételként jelentek meg az Európai Unió költségvetésébe történő befizetések és részben az onnan érkező kifizetések is.

A folyó fizetési mérleg finanszírozási oldalán 2005 első negyedévében a bázisidőszakhoz képest romlott a nem adósságeneráló finanszírozás



formájában megjelenő tőkek mozgások egyenlege. Míg a bázisidőszakban a folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg együttes egyenlegeként értelmezhető külső finanszírozási igény 59 százalékát lehetett finanszírozni nem adóssággeneráló finanszírozás formájában, addig 2005 első negyedévére ez az arány 16 százalékra süllyedt.

Az Európai Uniótól érkező források jelentős része a tőke mérlegben kerül kimutatásra, így az onnan érkező támogatások felfutására az új uniós pénzügyi perspektíva elfogadását követően 2007-től számíthatunk. Az unióból érkező optimális esetben akár a GDP 4 százalékát is elérhető támogatások határozottan javíthatják Magyarországnak külső egyensúlyi helyzetét.

2005 első negyedévében 318 millió eurónyi FDI érkezett Magyarországra, míg hazánk 479 millió euró értékben helyezte ki működőtőkét külföldön. 2005 első negyedévében a legtöbb új, részvénytőke formájú külföldi közvetlen tőkebefektetés Hollandiából (166 millió euró) származott. 2005 folyamán jelentősebb külföldi működőtőke beáramlására leginkább a Budapest Airport Rt. külföldi tulajdonosnak történő értékesítése esetén számíthatunk.

A tavalyi 3,5 milliárd eurót elérő közvetlen tőkebefektetéseket követően várhatóan idén is ekkora, esetleg kissé magasabb lesz a működő tőke beáramlása. A befektetések növekedését segíti a

termelés kitelepítésének felgyorsuló folyamata az újonnan csatlakozott államok irányába, a kis- és közepes méretű vállalatok kibővült egységes piacon belül felerősödő aktivitása. A bruttó közvetlen működőtőke befektetésekhez hasonlóan nem lehet a nettó jelentősebb változásával sem számolni, mert a tavalyival azonos mértékű kiáramlás várható a rezidens vállalkozások külföldi befektetései miatt.

Változatlanul meghatározó szerepe van az államháztartási deficit külföldiek állampapír vásárlásán keresztül történő finanszírozásának a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásában. A pénzügyi mérlegen belül 2005-ben továbbra is magas marad a hitelintézetek külföldi forrásbevonása, valamint az államháztartás finanszírozási igényének növekedése és eladósodása devizában. Az utóbbit a kamateltérések és ezzel összefüggő finanszírozási szükséglet, az előzőt a lakosság és a vállalati szektor folytatódó eladósodása generálja. Az államháztartás hiányának mérséklése nélkül hosszú távon nem lesz fenntartható a nemzetgazdaság külső egyensúlyi pozíciója. A deficitesebb államháztartás külső finanszírozási igényét a nem adóssággeneráló finanszírozás csak részben tudja kielégíteni, ami a külső adósságállomány növekedéséhez, és emelkedő kamatszolgálati teherhez vezet.





## VI. Munkaerőpiac

A rendelkezésre álló adatok alapján 2005 első hét hónapjában a foglalkoztatási helyzet nem változott jelentősen. Az ötnél több főt alkalmazó vállalkozások és a költségvetési szféra körében a foglalkoztatottak száma tavalyhoz képest nem stabil; míg a versenyszférában 0,3%-kal nőtt, addig a költségvetési szférában 1,3%-kal csökkent az alkalmazottak száma. A 15-74 év közöttiek aktivitási rátája 54,5% volt május-júliusban; ez ugyan 0,8 százalékponttal magasabb az egy évvel ezelőttnél, de ez szinte kizárólag a munkanélküliek számának növekedésében csapódott le: a munkanélküliségi ráta a tavaly május-júliusi 5,9%-ról 2005 közepére 7,1%-ra emelkedett.

A január óta bekövetkezett változások (a foglalkoztatottak számának mintegy 38 ezres növekedése) elsősorban szezonális jellegűek, a nyári idénymunkához kapcsolódnak. A jelen gazdasági helyzetben – az állami szférát érintő restrikciónak, a gyengébb belső kereslet és a bizonytalanságokkal terhelt kivitel mellett – nem látjuk valószínűnek, hogy az év végéig számottevően nő a foglalkoztatás, illetve csökken a munkanélküliség. Ennek megfelelően az év végére 7,2%-os munkanélküliségi rátát várunk.

A munkanélküliségi ráta szintje a régióban és az EU-ban is kedvezőnek mondható, az azonban rendkívül kedvezőtlen, hogy a foglalkoztatottak száma a tavalyi csökkenést követően idén vélhetően stagnál és 2006-ban sem várható jelentős növekedésük. Mindezek eredményeképpen a foglalkoztatási ráta alacsony szintje nem változik, és az 54%-os rátával Magyarország változatlanul az alacsonyabb foglalkoztatási rátával rendelkező országok közé tartik az EU-n belül.

A bruttó átlagkereset január-július között a versenyszférában 7,2%-kal, a költségvetési szférában (az idén kifizetett 13. havi fizetés és

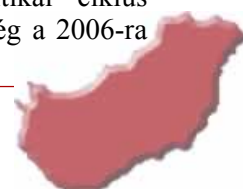
jutalmak kivételével) 7,7%-kal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest. Az adórendszer változásai miatt a nettó bérek ennél közel 1,5 százalékponttal gyorsabban nőttek és az év egészét tekintve is az adó-könnyítés miatt a nettó nominális keresetek gyorsabban emelkednek a bruttónál.

Az év egészét tekintve a bruttó átlagkeresetek növekedése eléri a 8,5-9%-ot, és ezen belül a költségvetési szférában a keresetek növekedése 2,0-2,5 százalékponttal magasabb lesz (10-10,5%, míg a versenyszférában 8% körül) a 13. havi kifizetések hatásának figyelembevételével. Mindezek eredményeképpen a tavalyi csökkenést követően 2005-ben ismételtelen jelentősen, közel 6%-kal emelkednek a reálbérek, ami meghaladja a termelékenység növekedését.

## VII. A gazdaságpolitikai kihívások

Tekintettel a korábban tervezett hiány szintjének jelentős növekedésére, a gazdaságpolitika számára az alapvető kihívást az államháztartási folyamatok kezelése jelenti.

Elsődleges, hogy miképpen lehet elkerülni az idei hiánymutatók további romlását, illetve milyen lépésekre van szükség, és a politikai ciklus alakulását is figyelembe véve lehetőség a 2006-ra



tervezett deficit további túllépésének elkerülésére. Amint a korábbi fejezet jelezte a jövő évi költségvetésben jelentős kockázati tényezők szerepelnek, ami kétségessé teheti változatlan feltételek mellett a célul kitűzött költségvetés teljesítését. A gazdaságpolitikának arra kell törekednie, hogy elkerülje az államháztartási hiány olyan mérvű növekedését, ami a jelenleg előreláthatónál is erőteljesebb kiigazítást követel meg 2007-től, vagy 2006 második felétől kezdődően.

A gazdaságpolitika számára fontos másik dilemma a jövedelempolitikát érinti. Figyelemmel a laza, keresletösztönző fiskális politikára is, a makrogazdasági egyensúly szempontjából fontos kérdéssé válik a jövedelempolitika, a reálbér-növekedés dinamikájának alakulása. Ennek megfelelően fontos, hogy a 2005-re várhatóan jelentős, 6%-os reálbér-növekedést (amely a tavalyi csökkenés és a 2003-as 9%-os növekedést követi) miképpen lehet jövőre elkerülni akkor, amikor a termelékenység növekedése elmarad ettől a szinttől. A jövedelempolitika számára a kihívást jövőre az jelenti, hogy miközben felgyorsul a defláció, 2006 választási év lesz, amikor a jövedelemnövekedési várakozások erőteljesebbek és ezek realizálására is nagyobb esély van. A gazdaságpolitikának a megcsappant hitelessége mellett kellene erőteljesebben fellépni a túlzott nominális bérkövetelésekkel szemben és különösen a költségvetési körben kellene a bérnövekedést szűk keretek között tartani.

A harmadik gazdaságpolitikai dilemma a monetáris politikát érinti: a jövőbeli kamatpálya és a monetáris hatóság kamatdöntései az infláció, vagy az államháztartási illetve általában a makrogazdasági egyensúly alakulását vegyék figyelembe. Amennyiben a jegybank a deflációt

tekinti alapvető folyamatnak, akkor a következő egy évben várhatóan további folyamatos kamatcsökkenések lesznek megfigyelhetők. Ellenben ha a monetáris hatóság a javuló pénzromlás mellett is az államháztartás magas finanszírozási szükségletét tekinti meghatározó korlátnak, akkor lassúbb kamatcsökkenés várható.

A monetáris hatóság számára a dilemma abban rejlik, hogy megfelelően kooperatív fiskális politika hiányában csak két rossz megoldás között választhat. Amennyiben az infláció csökkenését tekinti mérvadónak és engedi a kamatok csökkenését, a laza fiskális politikához semleges monetáris politika társulhat, ami kedvezőtlen hatással lehet a makrogazdasági egyensúly és a forint árfolyamának alakulására.

A másik alternatíva esetében laza fiskális politikához szigorú monetáris társulna, amely nem engedné a nominális kamatszint deflációval összhangban lévő csökkenését. Ekkor a reálkamatlábak emelkednének, fennmaradna a hozameltérések miatt a jelentős portfólió tőkebeáramlás, ami lehetővé tenné az államháztartás magas és növekvő finanszírozási szükségletének kielégítését, és a forint árfolyama is stabil maradna. Azonban a laza fiskális és szigorú monetáris politika kombinációja jelentős makrogazdasági kockázatokat és költségeket is magával hordoz és hosszú távon nem fenntartható.

A jegybanknak így rendkívül óvatos, és a teljes makrogazdasági képet értékelő kamatpolitikát kell folytatnia. El kell kerülni a gyors kamatcsökkentést követően esetleges újbóli kamatemelést, mert ez sem a makrogazdasági folyamatokra, sem a piaci szereplők várakozásaira illetve a jegybank hitelességére nem lenne kedvező hatással.

