



ICEG Európai Központ

Negyedéves

Előrejelzés

a magyar gazdaságról

Tél

Tartalomjegyzék

Összefoglaló _____	3
I. A fontosabb globális és regionális trendek _____	5
II. A gazdasági növekedés és szerkezete _____	7
III. A monetáris kondíciók _____	9
IV. Az államháztartás helyzete _____	11
V. A külső egyensúly alakulása _____	13
VI. Munkaerőpiac _____	15
VII. A gazdaságpolitikai kihívások _____	15



Összefoglaló

EXOGEN ADOTTSÁGOK. A világgazdaság fejlődése szempontjából kiemelendő, hogy az USA gazdasági növekedését a dollárkamatok további emelkedése, a dollár további erősödése határozza meg. A magyar gazdaság számára legfontosabb régió, az EU tagállamainak gazdasági gyengélkedése tovább tart. A hazai gazdaság teljesítményét és egyensúlyi helyzetét is meghatározzák a FED és az ECB kamatemelései, hiszen a relatív kamatlábak alakulása fontos a forint helyzetének alakulása szempontjából. Az euró-zónában további kamatemelések valószínűleg nem várhatók, hiszen az infláció és a gazdasági növekedés üteme alacsony és ezt nem indokolja.

GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS. Összességében 2005-ben az év elején vártnál kedvezőbb konjunktúra következtében az új módszertan szerint 4,5% GDP növekedést várunk. 2006-ban a bruttó hazai termék bővülése hasonlóan erős, 4,5% körüli lesz. A növekedés fő mozgatója a lakossági fogyasztás dinamikája és a kormányzati szektor felhalmozási tevékenysége lesz, míg a magán beruházások és a nettó export alakulásával kapcsolatban több bizonytalanság várható.

MONETÁRIS KONDÍCIÓK. A pénzromlás ütemében 2006 elején jelentős mérséklődés következik be, köszönhetően a felső ÁFA kulcs csökkentésének, amely hatás meghatározza a fogyasztói árindex és közvetve a maginfláció csökkenését is. A fogyasztói árindex a 2006 első negyedében várható jelentős mérséklődést követően éves átlagban 1,8%-os lesz, ezen belül a december/december mutató 1,6%-ra mérséklődhet. Annak ellenére, hogy a hatósági árak emelkedése, a választások miatt bizonytalanabba beralakulás és a kissé gyengébb forint is jelent inflációs kockázatot, ezt kompenzálja a felső ÁFA kulcs csökkentésének hatása.

Az árfolyam alakulásában jelentős kockázatok és bizonytalanság tapasztalhatók. A jelenlegi devizapiaci helyzetre a kettős egyensúly bizonytalan állapota jellemző, amelyben közel azonos mértékű a jelenlegi árfolyamszint fennmaradásának és akár jelentősebb gyengülésének esélye. Amennyiben az államháztartás és a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozása biztosított a magánszektor deviza-hitelfelvételével, akkor fenn tartható a jelenlegi árfolyamszint, különösen a 2006 második felében esetlegesen bekövetkező fiskális kiigazítás mellett. Ugyanakkor amennyiben a piaci szereplők várakozásai erőteljesebb forintkínálatot generálnak, akkor akár jelentősebb árfolyamgyengülés sem zárható ki.

Az árfolyamra nehezedő nyomás és az inflációs folyamatok erőteljesen korlátozzák a jegybank mozgásterét, tekintettel arra, hogy az inflációs célokat alacsonyabb kamatok mellett is el lehetne érni, de az ikerdeficitből, a finanszírozási feltételekből, valamint a devizapiaci nyomásból a kamatemelési kényszer mutatható ki. Mindezek alapján 2006-ban a jegybanki alapkamat kisebb emelkedését várjuk, különösen a nagyobb kockázatokkal terhelt első félév során.

FISKÁLIS FOLYAMATOK. Az államháztartási hiánya 2005-ben a nyugdíjreformmal összefüggő korrekcióval ESA 95 alapon a GDP 6,3%-a, nyugdíjkorrekció nélkül 7,6%-a lesz. A következő évben az államháztartási egyenlegmutatók további romlásával kell számolnunk, tekintettel a növekvő elsődleges hiányra. Az elsődleges deficit emelkedése mögött elsősorban az államháztartási bevételek csökkenése áll: az adóreform következtében a kieső bevételek meghaladják a GDP 1,5%-át. Ezzel párhuzamosan nem mérséklődnek a választási évben az államháztartás kiadásai sem, és a kissé javuló kamategyenleg mellett is romlik az államháztartás pénzforgalmi és eredményszemléletű hiánymutatója. Várakozásaink szerint 2006-ban a nyugdíjreform hatásával korrigált ESA 95 deficit a GDP 6,6%-a, a nyugdíjreform nélküli pedig 8%-a lesz. A magas államháztartási hiány finanszírozásában 2006-ban növekszik a forintadósság szerepe a 2004-2005-ös folyamatokkal szemben. Az államadósság GDP arányosan 2006-ban kissé tovább emelkedik a beáramló privatizációs bevételek adósságot csökkentő hatása ellenére.

KÜLSŐ EGYENSÚLY. A folyó fizetési mérleg hiánya változatlan jelentős, 2005-ben meghaladja a GDP 8%-át. A deficit mögött az egyes gazdasági szereplők eltérő finanszírozási képessége áll: 2005-ben a háztartások növekvő nettó megtakarításai nyomán a magánszektor finanszírozási képessége javult, amit azonban az államháztartás nettó finanszírozási szükségletének emelkedése részben semlegesített. Az államháztartás növekvő finanszírozási igénye, valamint a háztartások előreláthatóan javuló finanszírozási képessége határozza meg a folyó fizetési mérleg hiány alakulását 2006-ban, amely elérheti a GDP 8,7%-át.

A magas folyó fizetési mérleg hiány mögött 2005-ben az áru- és szolgáltatásegyenleg kismértékű javulása mutatható ki az export dinamikus növekedése miatt, miközben a jövedelemegyenleg romlott. Jövőre GDP arányosan változatlan áru- és szolgáltatásegyenleg mellett kissé növekvő deficittel számolunk a jövedelemegyenleg esetében.



A folyó fizetési mérleg által jelzett nettó külső finanszírozási igény 2005-ben kisebb mértékben fedezik a nem adósságeneráló tőkebeáramlások, mint 2004-ben. A működőtőke befektetések egyenlegének javulása mellett jelentősen emelkedik az adósságeneráló beáramlás, elsősorban a magánszektor növekvő deviza eladósodása miatt. A folyamat 2006-ban is folytatódik, mert a várhatóan bővülő közvetlen tőkebefektetések mellett tovább emelkedik az adósságeneráló devizabeáramlás mértéke, növelve a bruttó és nettó deviza-adósság GDP arányos szintjét.

MUNKANÉLKÜLISÉG ÉS A BÉREK ALAKULÁSA. A munkaerőpiacon a munkanélküliség 2005-ben növekedett és év végre eléri a munkaképes lakosság 7,3%-át, miközben a foglalkoztatottak száma nem bővül és a foglalkoztatási ráta változatlanul alacsony. Jövőre nem várható érdemi munkahelyteremtés az államigazgatásban, míg a magánszektorban kismértékben bővíthet a foglalkoztatás. A bruttó reálbérek idén közel 6%-kal emelkednek, ami jövőre kissé mérséklődhet.

GAZDASÁGPOLITIKAI KIHÍVÁSOK. A gazdaságpolitika számára három jelentős kihívás jelentkezik 2006 első felében. Egyrészt az árfolyampálya alakulása: megtámasztja-e a forintot a magánszektor devizakereslete vagy pedig az árfolyam alakulását elsősorban az erőteljesebb forinteladások határozzák majd meg. Ennek megfelelően a monetáris politika számára szűk rés marad az inflációs pálya, illetve az államháztartási deficit és árfolyampálya alapján meghatározott kamatpolitika alakításában. Végezetül a gazdaságpolitikának a választásokat követően gyorsan döntenie kell, hogy az elkerülhetetlen kiigazításra még 2006-ban sor kerül, vagy változatlan fiskális pálya mentén erőteljesebb korrekció következik be az év közepén.

Táblázat 1. Összefoglaló előrejelzés a magyar gazdaságra

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

*Előrejelzés



I. A fontosabb globális és regionális trendek

Az előző negyedévhez képest minimálisak a változások a magyar gazdaság környezetének alakulását illetően. Összességében viszonylag kedvezőtlenül alakul a külső környezet. Habár az előrejelzések változatlanul a világgazdaság magas, 4 % körüli bővülési ütemét prognosztizálják 2005-re, a magyar gazdaság legfontosabb partnereinek növekedési kilátásai változatlanul ennél jóval rosszabbak.

Az előző jelentésben jelzettekkel ellentétben az olajárak – bár még mindig magasak, de - jelentősen csökkentek a Katrina hurrikán utáni magas szintről, és a kereslet csökkenésének jelei is mutatkoznak. Ugyanakkor kockázati tényezőt jelent az olajárak szempontjából keresleti oldalon, hogy Észak-Európában különösen hideg telet jósolnak, és kínálati oldalon pedig az iraki és iráni belpolitikai és gazdasági feszültségek, illetve a tartalékkapacitások hiánya. Ugyanakkor a keresleti oldalon az USA gazdaságának lassulása nem hagyja érintetlenül a kínai (és indiai) gazdasági dinamikát sem, ami az energia és nyersanyagok iránti kereslet valamekkora csökkenésében ölthet testet. Ennek alapján 2006-ban nem várjuk az olajárak további jelentősebb növekedését.

Eddig a fejlett országoknak sikerült elkerülniük, hogy az olajárak és a kínai export gyors növekedésére protekcionista válaszokat adjanak. A harmadik negyedévben azonban két textilruházati ipari megállapodás is megkötött, amely az USA-ba és az EU-ba irányuló kínai kivitel visszafogását célozza.

A világgazdaság alakulása szempontjából fontos, hogy az USA gazdasági növekedését a dollárkamatok további emelkedése, a dollár további erősödése határozza meg. Az ingatlanárak csökkenése szintén az alacsonyabb növekedési ütem irányába hat. Ugyanakkor a hurrikánok által okozott károk helyreállítására költött jelentős összegek növelhetik a belső keresletet, és így – legalábbis 2006 első felében - még magas lehet a növekedés üteme. Egy másik fontos világgazdasági szereplő, Kína kilátásai sem érdektelenek a kilátások szempontjából. Kína esetében a legtöbb előrejelzés az export növekedési ütemének csökkenését, a belső fogyasztás erőteljesebb növekedését vetíti előre 2006-ra. Ennek hatása lehet az energiahordozók és nyersanyagok ára mellett a világgazdasági likviditásbőség alakulására is.

A magyar gazdaság szempontjából legfontosabb régió, az EU tagállamainak gazdasági gyengélkedése tovább tart. A gazdasági problémák mel-

let politikai problémák is hátráltatóan hatnak növekedési szempontból. Ilyenek az alkotmány elutasítása Franciaországban és Hollandiában, az EU költségvetési megegyezés bonyodalmi, a német választások – a koalíciókötés elhúzódása, a franciaországi zavargások.

Gazdasági szempontból a legfontosabb magyar partner Németországban az alacsony, 1 % alatti növekedési ütem nem kedvez az import növekedésének. Tovább ronthatják a helyzetet a nagykoalíció gazdaságpolitikájának eddig ismertté vált elemei (elsősorban az adóemelés), amely elhibázottnak tűnik, hiszen a belső kereslet gyengesége az alacsony növekedés fontos oka. Olaszország gazdasági szereplése sem változott jelentősen az előző jelentés óta, hiszen ott 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 világpiacon verseny, a hazai kereslet 1 % alatti bővülése és a beruházások csökkenése is fontos szerepet játszik. Ausztria teljesít változatlanul a legjobban a három ország közül. 2 %-kal bővíthet az idén a gazdaság, elsősorban a költségvetési deficitből finanszírozott adócsökkentés stimulálhatja a gazdaságot, ellensúlyozva az exportpiacok lassúbb növekedését – az OECD előrejelzése szerint. Összességében az euró-zóna esetében jelentősen visszavették a prognosztizált növekedési rátákat, mindössze 1.3 %-os növekedést jósolnak a 12 gazdaságnak. A magas olajárak az egyik növekedést visszafogó tényező, ugyanakkor az olajbevételekért Európából importálnak – jelentősen nőtt is az olajexportörökbe irányuló EU-kivitel.

Az új tagországok növekedési kilátásai viszonylag kedvezőek, és ez a magyar gazdaság számára is előnyös lehet. Az új tagországok gazdasági növekedésének üteme jelentősen meghaladja a régi EU-tagországokét: a visegrádi országok esetében legalább 3.5 %-os, a balti országoknál pedig legalább 6 %-os növekedés várható 2005-re. Az új tagok között nagyjából két csoport alakult ki: az egyik csoportban, amelyben a balti országok és Szlovákia található, a növekedés legfontosabb motorja a belső kereslet/fogyasztás emelkedése. A másik négyes csoportban a növekedést elsősorban az export generálja. A regionális külkereskedelem bővülése nagymértékben meglódult a csatlakozást követően, és 2005 harmadik negyedévében még nem tűnik úgy, mintha ez a tendencia megfordulna. Az UNCTAD jelentős működőtőke-beáramlást



jelez 2005-re a régióba, amelyet a közvetlen külföldi tőkebefektetésekért folytatott verseny élesedése kísér, hiszen a potenciális befektetési helyszínek egyre hasonlóbakká válnak, s így felértékelődik az egyéb tényezők (kedvezmények) szerepe. A régióban elsősorban Csehországba és Szlovákiába (ennek jelentős része privatizációhoz kötődik), illetve Magyarországra és Észtországba nőtt jelentősen a közvetlen külföldi működőtőke beáramlása 2005 első három negyedévében.

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 az exportbevételeket. Ugyanakkor Oroszország növeke-

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

Magyar szempontból fontos fejlemény a FED és az ECB kamatemelései, hiszen a relatív kamatlábak alakulása fontos lehet a magyar valuta helyzetének alakulása szempontjából. Az euró-zónában további a kamatemelések valószínűleg nem várhatóak, hiszen az infláció és a gazdasági növekedés üteme alacsony.



II. A gazdasági növekedés és szerkezete

A bruttó hazai termék számításában jelentős módszertani változás történt: a 448/98. EU Tanácsi rendelet és az 1889/02. Bizottsági határozat értelmében az Európai Unió összes tagállamának új módszerre kell áttérnie a pénzügyi közvetítői szolgáltatások közvetetten mért díjának (angol rövidítéssel FISIM) elszámolásában, jellemzően 2005 során. E tétel a pénzügyi szolgáltatás azon díjait méri, amelyek a (betéti és hitel-) kamatokban jelennek meg. Korábban ennek teljes összege termelő felhasználásként lett elszámolva, így a bruttó hazai termék értékét csökkentette. Az új módszertan szerint a kamatokban megtestesülő díjakat fel kell osztani a nemzetgazdasági szektorok közt, mégpedig nettósítva, azaz a betétek utáni kamatbevétel és a hitelek utáni kamatkidás különbözete-ként. Az új elszámolásban csak a vállalatokra eső nettó kamatkidás tekinthető termelő felhasználásnak, míg a háztartásokra, államra eső részek végső fogyasztási kiadás, ami a GDP értékét növeli. Mivel Magyarországon a háztartások hitelállománya dinamikusan nő, ráadásul kamatrése magas, ezért a FISIM felosztását követően elsősorban a lakossági fogyasztási kiadások bővülnek.

Ezzel nem csupán a GDP szintje növekszik (2002-2004 között mintegy 0,7-1,1%-kal), hanem az elmúlt évek növekedési rátái is néhány tized (0,4-0,5) százalékponttal emelkednek. A következő években pedig a pénzügyi közvetítés mélyülése, a lakossági hitelfelvétel és betételhelyezés további bővülése várható: ha a nettó hitelállomány GDP-hez mért aránya ennek következtében növekszik, akkor még csökkenő kamatmarzs esetén is 0,3-0,5%-kal emelheti a GDP mért növekedési ütemét a FISIM új elszámolási módja.

Az új FISIM módszertannal számítva 2005 III. negyedévében 4,5% volt a bruttó hazai termék növekedése az előző évhez képest. Ez közel megegyezik az előző év 4,6% GDP bővülésével, és pontosan megegyezik 2005 második negyedévének növekedési rátájával. E növekedési adat erősíti a stabil hazai konjunktúráról kialakult képet, amelyet egyre inkább a hazai fogyasztás és beruházás táplál, miközben a külpiacon konjunktúra alakulásáról továbbra sincs egyértelmű képünk.

Összességében 2005-ben az év elején vártnál kedvezőbb konjunktúra következtében az új módszertan szerint 4,5% GDP növekedést várunk. 2006-ban a bruttó hazai termék bővülése hasonlóan erős, 4,5% körüli lesz. A növekedés fő mozgatója a

lakossági fogyasztás dinamikája és a kormányzati szektor felhalmozási tevékenysége lesz, míg a magánberuházások és a nettó export alakulásával kapcsolatban több bizonytalanság várható. Az új FISIM módszertan szerint mért növekedés a pénzügyi szektor mélyülésének folytatódása következtében gyorsabb lesz 2005-ben és 2006-ban is, mint a régi elszámolási mód szerint.

A GDP felhasználási oldalán a háztartások fogyasztási kiadásainak bővülése a harmadik negyedévben 2,8%-ot ért el. A non-profit intézményektől érkező természetbeni juttatások 5,9%-os bővülése sem tudta ellensúlyozni a kormányzati szektor juttatásainak stagnálását, így a végső fogyasztás összesen 2,4%-kal emelkedett. A szezonálisan kiigazított és naptárhatástól megtisztított volumenindexek élénkebb fogyasztói aktivitásra utalnak, bár 2005 első három negyedévének mind-egyikében alacsonyabb volt a háztartások fogyasztásának bővülése, mint 2004 megfelelő negyedévében. A kiskereskedelmi forgalom első kilenc havi 5,4%-os bővülése is a fogyasztás élénkülését jelzi: ezen belül a nem élelmiszer jellegű termékek forgalma 6,9%-kal növekedett. A háztartások fogyasztásának bővülését a reáljövedelmek emelkedésén túl a töretlen hitelfelvételi lendület is fűti, így ennek mértéke a 2004. évi 3,1% után 2005-ben is megközelítheti a 3%-ot.

Míg január-szeptember között a bruttó átlagkereset 9,7%-kal növekedett, addig a személyi jövedelemadó változásai következtében a nettó átlagkereset 10,7%-kal. A keresetek bővülésében kiemelt jelentősége volt a 2005-re áthúzódó 13. havi fizetéseknek: míg a költségvetési szféra bruttó keresetnövekedése ezzel együtt 14,9%-kal, e nélkül azonban csupán 7,6%-kal emelkedett. Ez azonban még mindig magasabb a versenyszféra 7,2%-os bruttó átlagkereset-növekedésénél. 3,7%-os fogyasztói árindex mellett a nettó reálkereset-emelkedés 6,8%-os mértékű volt. 2006-ban ismét jelentős jövedelem-növekedéssel kell számolnunk a minimálbér növelése és a családi támogatások bővülése következtében, míg az ÁFA-csökkentés a jövedelmek reálértékének emelkedéséhez járul hozzá. Ennek következtében a lakossági fogyasztás 2006-ban is erőteljesen bővül majd.

A közösségi fogyasztás ezzel szemben 2005-ben mérséklődött a tavalyihoz képest, a 2004 végén kezdődő mérséklődés 2005 harmadik negyedévében 1,7%-os mértékű volt. 2005 egészét tekint-



ve mintegy 1,5%-kal kevesebb kormányzati fogyasztással számolhatunk; 2006-ban a költségvetési terv jelen állapotából kiindulva számítunk a kormányzat fogyasztási kiadásainak kisebb mértékű emelkedésére.

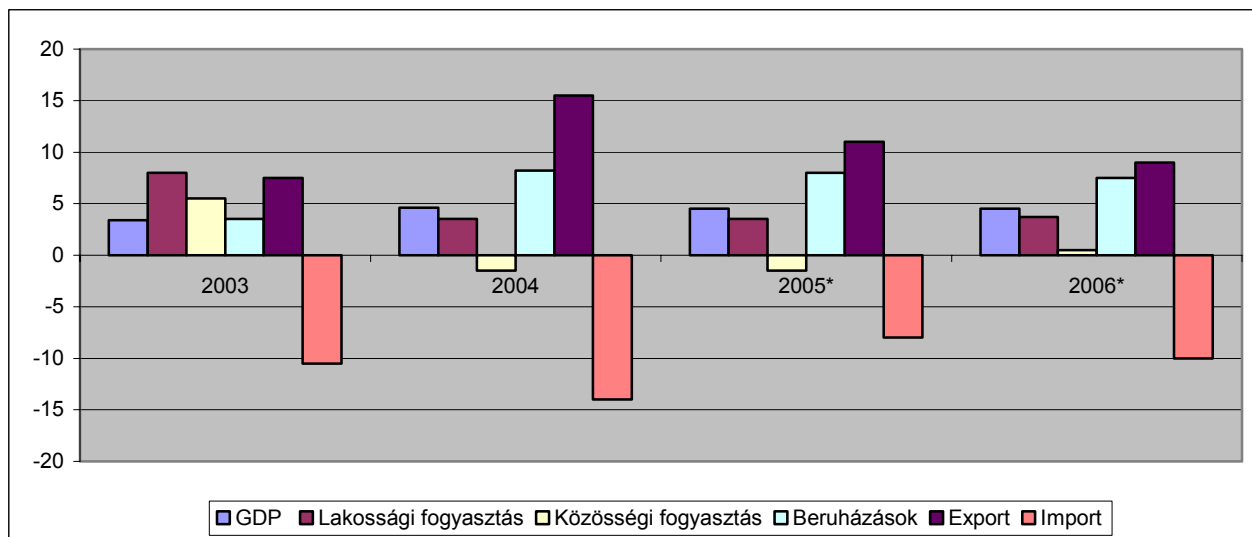
2005 harmadik negyedévében a beruházások volumene az előző év azonos időszakához képest 8,7%-kal nőtt, míg az első három negyedév összesített bővülése 8,5%-os mértékű volt. Míg az ingatlan-beruházások növekedési üteme az összesítettnél gyorsabb, 11,7%-os volt január-szeptember közt, addig a gépberuházások volumene 5,3%-kal emelkedett. Kiemelkedően nőttek a szállítás, posta, raktározás, távközlés szektor beruházásai (szeptemberig 36,1%-kal), amely magában foglalja az autópálya-építéseket és egyéb infrastrukturális beruházások jó részét. Az építőipari teljesítmény adatai azt mutatják, hogy a január-szeptember közti 17,4%-os építőipari teljesítmény-bővülést nagyobb részt a nem épületjellegű építkezések 23,4%-os növekedése húzta, míg az épületek építése 11,2%-kal bővült, főként kereskedelmi célú épületek átadása következtében. Szeptemberig az új építőipari megrendelések 28%-kal emelkedtek 2004-hez képest, míg a teljes szerződésállomány 9,7%-kal múlta felül a 2004 szeptemberit. Ugyanakkor a

kiadott új lakásépítési engedélyek száma 2004 második negyedéve óta csökken, és ez 2005-ben már az átadott lakások csökkenő számában is érzékelhető. Az infrastruktúra-fejlesztéssel összefüggő beruházások áthúzódnak 2006-ra is, ami a jövő évi felhalmozási kiadásokra is pozitívan hat.

Ezzel szemben a feldolgozóipari beruházások a harmadik negyedévben 2,1%-kal csökkentek, és az első három negyedévben igen lanyhán, összesen csupán 2,5%-kal növekedtek. Mivel az exportpiacok (részben a magas olajárak miatt) a javuló kilátások ellenére is várhatóan lassabban növekednek 2006-ban, ez kihat a hazai vállalati beruházási kedvre is. Így jövőre sem számítunk az ideinél jóval élénkebb feldolgozóipari beruházási aktivitásra.

A GDP termelési oldalát tekintve az előzetes adatok szerint 9,8%-kal nőtt októberben az ipari termelés. Bár a feldolgozóipari szektorok bővülése lassult a harmadik negyedévben, a kiemelkedő második negyedéves növekedés összességében kedvező 2005-ös növekedési ütemet fog eredményezni

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



III. A monetáris kondíciók

Árfolyamok és hozamok

A forintárfolyam és hozamok alakulását alapvetően a nemzetközi tényezők határozzák meg. Az elmúlt évek kedvező külső környezetét követően a globális pénzügyi piacokon a kockázati étvágy csökkenése tapasztalható és fokozatosan romlik a befektetői hangulat. ennek elsődleges oka a dollár és euró-kamatok várható emelkedése, ami elsősorban a két monetáris térségben felerősödni látszó inflációs veszéllyel van összefüggésben. Az amerikai inflációs feszültségeket elsősorban a magas olajárak generálják, míg az euró-zónában az inflációs veszély fő forrása a tartósan magas ütemű likviditásnövekedés.

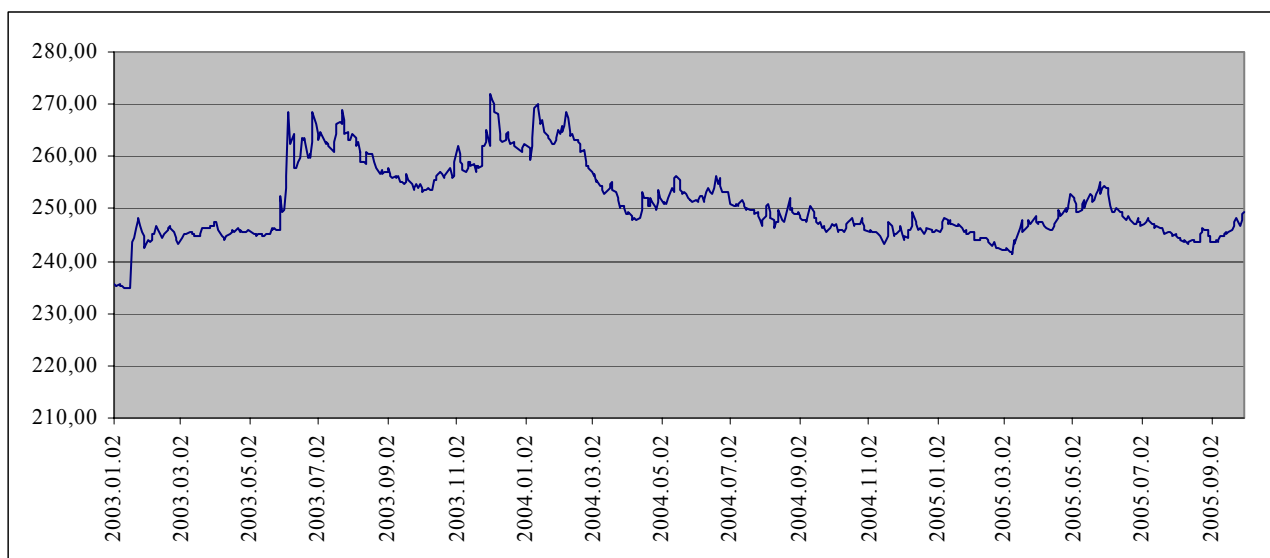
A nemzetközi pénzpiaci folyamatok közül a forint árfolyam és hozamok alakulása szempontjából fontos a regionális valuták árfolyamának alakulása. Az elmúlt negyedévben az addig stabil szlovák korona, illetve a korábban erősödő cseh korona gyengült, a lengyel zloty felértékelődése pedig megállt. Ezzel párhuzamosan a regionális állampapírhozamok esetében kisebb-nagyobb emelkedés volt tapasztalható összhangban mind a nemzetközi folyamatokkal, mind pedig a három másik gazdaság belső politikai és gazdasági folyamataival.

Részben a regionális folyamatokat tükrözve az elmúlt negyedévben a forint árfolyama az euróval szemben közel 5 százalékkal gyengült, és erőteljesen emelkedtek az államkötvényhozamok is. Az

árfolyam és kamatkörülmények alakulása azt jelzi, hogy a globális és regionális folyamatok mellett a hazai gazdaságpolitikával kapcsolatos bizonytalanság, a romló makrogazdasági mutatók, valamint az euró bevezetése körüli kétségek erősödése is hatott. Ezek olyan tényezők, melyek részben a nemzetközi folyamatok alakulásától függetlenül is befolyásolják az árfolyam és hozamok alakulását. A kedvezőtlen államháztartási és folyó fizetési mérleg hiány, a növekvő államadósság és a világos makrogazdasági horgony hiánya ellenére a forint árfolyama nem csökkent jelentősen, ami elsősorban a magánszektor növekvő devizakeresletének és az ezzel párhuzamosan jelentkező forint konverziós igénnyel magyarázható. A devizakereslet növekedése a folyó fizetési mérleg finanszírozását is javította, valamint „megtámasztotta” a forint árfolyamát.

Ugyanakkor a 2006-as kilátásokat illetően meglehetősen nagy bizonytalansággal lehet előrejelzést megfogalmazni az árfolyam alakulása szempontjából. Az év első felében az árfolyamot részben a magánszektor tovább folytatódó devizaeladásodása és forrásbevonása határozza majd meg, részben a kedvezőtlen egyensúlyi folyamatok, illetve a választási küzdelem hatása. A bizonytalanságot jelzi, hogy a piaci kamatok alakulása arra utal, hogy a hazai irányadó kamat csökkentésére vonatkozó várakozások fokozatosan eltűntek.

2. grafikon – A forint-euró árfolyam alakulása



Infláció

A harmadik negyedévben a fogyasztói árak növekedése nem mérséklődött a második negyedévhez képest, miközben – köszönhetően elsősorban a kereskedelemben kerülő javak körében megfigyelhető mérsékeltebb áremelkedésnek – a maginfláció jelentősen mérséklődött. A két árindex alakulása közötti eltérés, valamint a 2005 folyamán alig változó inflációs nyomás elsősorban a szolgáltatások árának emelkedésével magyarázható. A külkereskedelemben kerülő javak esetében az erős forintárfolyamnak és az importált árak mérséklődésének köszönhetően az emelkedés minimális volt. Ebben változatlanul szerepet játszott az EU-s csatlakozást követően az Egységes Piacon kibontakozó erőteljesebb verseny, amely számos árucsoportban csök-

Várakozások

A 2006-os várható inflációs folyamatok alakulását egyértelműen meghatározza az ÁFA standard kulcsának csökkentése 25%-ról 20%-ra. Mindezek eredményeképpen az év első félévben meredeken mérséklődő inflációra számítunk, ami a második félévben fennmaradhat: ennek eredményeképpen 2006 végén december/december alapon 1,6%-os, míg éves átlagban 1,8%-os fogyasztói áremelkedéssel számolunk. Az infláció mérséklődésében a 2005-ben megfigyelt fontosabb tényezők jövőre is szerepet játszanak, elsősorban az erőteljes piaci verseny árrest csökkentő hatása, a

Ugyanakkor az inflációs folyamatok alakulásában figyelemmel kell lenni arra is, hogy az infláció megtorpanása olyan környezetben következik be, amikor a hosszabb távú inflációs nyomás erősödhet. Az infláció ismételt felerősödéséhez hozzájárulhat a gazdaság erőteljes növekedése és a keresleti tényezők hatása, különösen a jövedelempolitika esetleges fellazulása és a gyorsabb nominális

mentette az árakat, illetve mérsékelte az áremelkedés ütemét.

Ahogy korábbi jelentésünkben is írtuk a maginflációnál megfigyelhető folyamatos csökkenés 2004 közepe óta tart, a harmadik negyedév indexe évesítve 0,7 százalék körül alakult. Kínálati oldalról a mérséklődés irányába hatott az importált árak kedvező alakulása, a korábbi negyedévekben erősödő, majd ezt követően stabil forintárfolyam, illetve az EU-csatlakozást követően a kereskedelmi korlátozások szinte teljes felszámolása, és az ezzel párhuzamosan erősödő import- és piaci verseny. A keresleti oldalt tekintve is defláló hatásokat figyelhetünk meg, az elmúlt másfél évben a lakossági fogyasztás dinamikája jelentősen mérséklődött, ami visszafogta az áremelési lehetőségeket.

bélnövekedés esetén. Hasonlóképpen inflációs veszélyeket hordoz magában az államháztartás magas finanszírozási szükséglete, illetve az elkerülhetetlen államháztartási kiigazítás és konszolidáció.

Az infláció szempontjából továbbá kedvezőtlen a magas olajárak tartós fennmaradása, valamint az eddig kedvező importált infláció emelkedése. A főbb piacokon az inflációs nyomás erősödésével és ennek begyűrűzésével magasabb importált inflációra számíthatunk. Ennek a két tényezőnek szerepe van abban, hogy az elmúlt időszakban a rendelkezésre álló információk alapján az inflációs várakozások csökkenése megtorpan és a piaci szereplők körében az inflációs várakozások ismételt erősödése mutatható ki.

Az infláció alakulásánál végezetül figyelembe kell venni azt is, hogy fokozatosan mérséklődhet az erőteljesebb importverseny egyszeri árcsökkenő hatása és az inflációs várakozásokban is bekövetkezhet kedvezőtlen fordulat.



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 hiánycél a kormányzat a nyugdíjreform hatásai nélkül a GDP 3,6%-ról 6,1%-ra emelte, ami a nyugdíjreformmal együtt számított hiányt a GDP 4,7%-ról 7,2%-ra növeli.

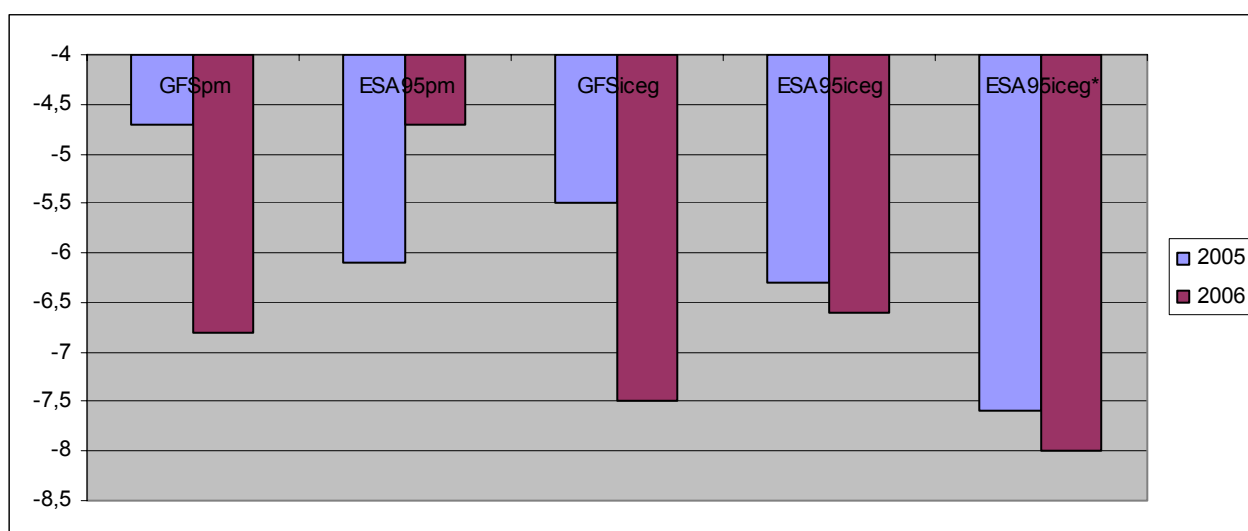
A korábban célul kitűzött deficit növekedése mögött nem kizárólag a nem Eurostat konform módon elszámolt kiadási tételek megjelenése áll, hanem az államháztartás hiányát a tervezettől eltérítő folyamatok. Ilyennek kell tekinteni, hogy 2005-ben előreláthatólag nem teljesülnek teljeskörűen a kitűzött adóbevételi 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 megva-

lósításra 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, a nettó egyenleg negatív a bevételek alakulása szempontjából. Az adómérséklések nyomán 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 egyenleg is 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 szállítások 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 százaléka 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 második negyedévében 1497 millió eurót tett ki. Az első félévben a folyó hiány 9 százalékkal volt alacsonyabb, mint a 2004-es év azonos időszakában.

A Magyar Nemzeti Bank a 2005. szeptember 30-án kiadott jelentésében arról számolt be, hogy jelentős korrekciókat hajtott végre a 2003-as, 2004-es és a 2005 I. negyedéves fizetési mérleg adatokon. Erre azért volt szükség, mert Magyarország uniós csatlakozása óta a külkereskedelmi mérleg egyenlege folyamatosan, de közgazdaságilag megmagyarázhatatlan módon javult. Ez abban volt tetten érhető, hogy a KSH fizikai árumozgást rögzítő külkereskedelmi statisztika adatai túlzottan eltértek az MNB kereskedelmi tartozásokat és követeléseket nyilvántartó pénzforgalmi adataitól.

A külkereskedelmi mérleg egyenlege 2005 első félévében 1080 millió euróval javult 2004 azonos időszakához viszonyítva. Az árumérleg passzívumának csökkenésében az behozatalnál gyorsabb ütemben növekvő kivitel játszott szerepet.

A szolgáltatások egyenlegének passzívuma 2005 második negyedévében 7 millió euró volt. A szolgáltatások mérlege (az előző év azonos időszakainak bázisán), mind 2005 első félévének egészét tekintve, mind 2005 második negyedéves adatai alapján romlott. A jellemzően aktívumot mutató idegenfogalmi szolgáltatások egyenlege 2005 első félévében is pozitív volt, de a bázisidőszakhoz viszonyítva 14 százalékkal alacsonyabb volt.

A jövedelmek egyenlegének passzívuma az előző negyedévhez viszonyítva mintegy 290 millió euróval nőtt. A jövedelmek egyenlegének hiányát csak részben magyarázza a működő tőkebefektetésekből származó külföldre utalt jövedelem. A közvetlen tőkebefektetések részvény és egyéb részesedés jövedelme valamint a portfólió befektetések részvény és egyéb részesedésből származó bevétel

alapján számított nem adóssághoz kapcsolódó jövedelmek egyenlegének passzívuma a második negyedévben 1172 millió eurót tett ki. A jövedelmek egyenlegének romlását előidéző másik ok az adóssághoz kapcsolódó jövedelmeken keletkezett hiány. Ennek hosszú távú mérséklődése csak az ország külföld felé történő eladósodásának csökkentése esetén valószínűsíthető.

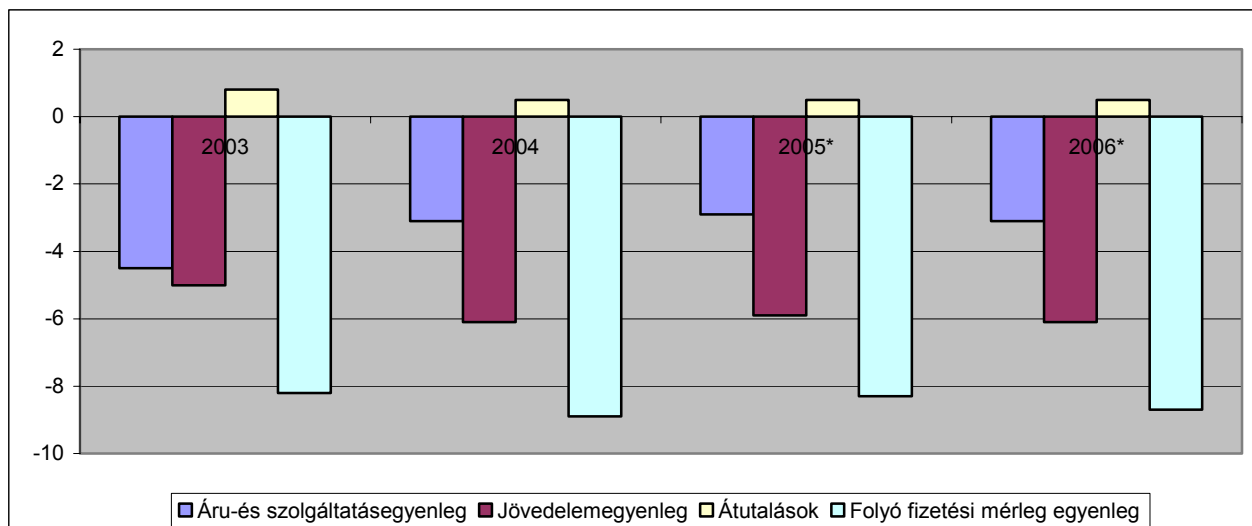
A jövedelemmérleg passzívumát az elkövetkező években valamelyest mérsékelheti az áruk és szolgáltatások egyenlegének javulása valamint az uniós forrásoknak, a viszonzatlan folyó átutalások mérlegének- és a tőkemérleg aktívumát javító hatása.

Bár a külső finanszírozási igény 2005 második negyedévében a bázisidőszakhoz képest csökkent, ugyanakkor jelentősen romlott a nem adósságeneráló finanszírozás formájában megjelenő tőkemozgások egyenlege. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegeként értelmezhető külső finanszírozási igényt nem tudta finanszírozni a 2005 második negyedévében negatív előjelűvé vált nem adósságeneráló finanszírozás egyenlege.

Jelentős magyar tőkekihelyezés: 2005 második negyedévében (a tulajdonosi hiteleket és az újra befektetett jövedelmeket leszámítva) „tisztán” 359 millió eurónyi FDI érkezett Magyarországra, míg hazánk 707 millió euró értékben helyezte ki működőtőkét külföldön. A rezidensek második negyedéves külföldi közvetlen tőkebefektetései 90 százaléka egy országba irányult: a vizsgált időszakban a Magyarországról 642,1 millió eurót helyeztek ki Hollandiába részvény és egyéb részesedés formájában.



4. grafikon – A folyó fizetési mérleg komponenseinek GDP arányos egyenlege

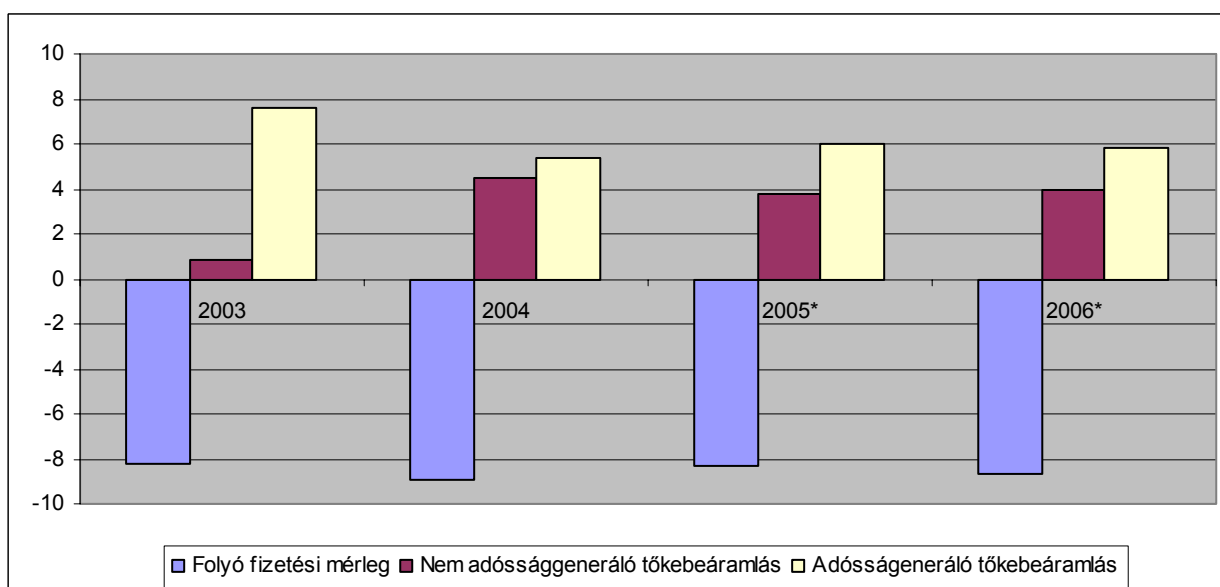


2005 második negyedévében a legtöbb új, részvénytőke formájú külföldi közvetlen tőkebefektetés Japánból (58,7 millió euró) és Németországból (51,9 millió euró származott).

2005 második negyedévben a **nem adóssággeneráló finanszírozás egyenlege** 1374 millió eurós passzívumot mutatott. A jelentősen negatív egyenleget a magyar befektetők élénk külföldre irányuló kihelyezései és az újra-befektetett jövedelmek éven belüli elszámolása okozza.

Az államháztartás hiányának mérséklése nélkül hosszú távon nem lesz fenntartható a nemzetgazdaság külső egyensúlyi pozíciója. A deficitesebb állami szektor jelentős külső finanszírozási igényét a nem adóssággeneráló finanszírozás csak részben tudja kielégíteni, ami a külső adósságállomány növekedéséhez, és emelkedő kamatszolgálati terhez vezet.

5. grafikon – A külső finanszírozási igény és a nem adóssággeneráló finanszírozás alakulása



VI. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban alkalmazottak létszáma 2005 január-szeptember között 0,1%-kal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. A költségvetési szférában folytatódott a létszám csökkenése, amely 1,3%-os mértéket ért el. Ezzel szemben 0,2%-kal nőtt csupán a versenyszférában az álláshelyek száma.

A hozzáadott érték intenzív bővülését a már említett lanyha beruházás-növekedésen az első három negyedévben a ledolgozott munkaórák számának stagnálása kísérte a versenyszférában: míg a feldolgozóiparban a korábbi évek tendenciáinak folytatásaként 2,6%-kal csökkent a munkaóra-szám (nem kis részben a textilipar leépülése következményeként), addig a piaci szolgáltatások körében 2,9%-kal növekedett a munkaórák mennyisége. A harmadik negyedévben mind a feldolgozóipar, mind a szolgáltatások terén csökkenés 1,5% feletti mértékben csökkent a munkaórák száma. Mivel ezt a foglalkoztatottak számának csökkenése kísérte, ezért a fizikai dolgozók által átlagosan hetente ledolgozott órák száma történelmi csúcsához közelít.

A gyenge beruházási aktivitással együtt ez arra utalhat, hogy a vállalatok alapvetően átmenetinek tartják 2005-ös termelés-növekedésüket, ezért bővítés helyett meglévő kapacitásaik intenzívebb hasznosítására törekcszenek. A mérsékelt foglalkoztatás-bővülést valószínűleg az is alátámasztja, hogy a munkaerő az utóbbi években relatíve megdrágult, ezért a vállalatok a munkát tőkével helyettesítették: létszám-növelés helyett inkább munkamegtakarító beruházásokkal bővítették kapacitásaikat.

Az enyhe munkakereslet 2004 óta érdekes módon növekvő munkakinálattal, kissé emelkedő aktivitással találkozott, melynek mélyebb oka egyelőre nem ismert. Ennek következtében a munka-

nélküliségi ráta 7,3%-ra emelkedett augusztus-októberben. 2005-ben már nem várható a foglalkoztatási helyzet számottevő változása, míg 2006-ban a kormányzati szektorban nem, a versenyszférában pedig csak mérsékelt számú munkahely-teremtésre.

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 ismételen 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 ideai 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 megelőző fejezet jelezte a jövő évi költségvetésben jelentős kockázati tényezők szerepelnek, ami kétségessé teheti változatlan feltételek mellett a célul kitűzött költ-



ségvetés 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 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 kamatcsökkené-

sek lesznek megfigyelhetők. Ellenben ha a monetáris hatóság a javuló pénzügyi helyzet 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 tekintti 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 tökebeáramlás, 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.

