



ICEG Európai Központ

Negyedéves

Előrejelzés

a magyar gazdaságról

Tavaszi

Tartalomjegyzék

Összefoglaló _____	3
I. A fontosabb globális és regionális trendek _____	6
II. A gazdasági növekedés és szerkezete _____	8
III. A monetáris kondíciók _____	10
IV. Az államháztartás helyzete _____	13
V. A külső egyensúly alakulása _____	15
VI. Munkaerőpiac _____	17
VII. A gazdaságpolitikai kihívások _____	18



Összefoglaló

EXOGEN ADOTTSÁGOK. Az első negyedév tapasztalatai alapján is a külső konjunkturális tényezők közül három hatása tűnik tartósnak a magyar gazdaság teljesítményére. Egyrészt az amerikai és ázsiai gazdaságok dinamizmusa mellett javulnak a növekedési kilátások az Euró-zónában, illetve az Európai Unióban. Ezen belül a magyar export alakulása szempontjából kedvező, hogy magasabb növekedésre lehet számítani a fő exportpiacnak tekinthető Németország és Olaszország esetében.

Másrészt az elmúlt években rendkívül kedvező nemzetközi pénzügyi környezet lassan átalakul: a dollár és euró kamatok emelkedése, a felerősödő inflációs veszély a fejlett gazdaságokban, a feltörekvő piacok kockázati megítélésnek romlása kedvezőtlenebb finanszírozási környezetet és a befektetők által elvárt növekvő kamatprémiumot eredményez. Harmadrészt a kínálati feszültségek (különösen a nigériai és iráni helyzet), valamint a gyors világgazdasági expanzió teremtette többletkereslet nyomán rekordszinteket dönt az olaj ára, amely tartósan fennmarad, lassítva a világgazdaság növekedését és felerősítve az inflációs félelmeket.

GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS. Összességében 2005-ben az év elején vártnál kedvezőbb konjunktúra következtében az új módszertan szerint számított GDP növekedése elérte a 4.1%-ot. Idén a GDP növekedése kissé gyorsulhat és elérheti a 4.5%-ot, köszönhetően a belföldi kereslet élénk és a nettó külső kereslet kissé erősödő bővülésének. A belföldi felhasználás növekedésében meghatározó a lakossági fogyasztás dinamikus, várakozásaink szerint 3.7%-os bővülése, ami mögött a változatlanul erőteljes reálbér-emelkedés, valamint a lakossági hitelállomány növekedése áll.

Tavalyhoz képest idén kissé mérséklődik a beruházások bővülése, elsősorban a vállalati szektor mérsékeltebb tőkeképződése miatt, másfelől a választási ciklussal összefüggésben magasabb lesz a közösségi fogyasztás növekedése is. A külső konjunktúra hozzájárulása a növekedéshez kissé javul, bár az export és az import növekedése mögött megmarad az 1 százalékpontos eltérés az utóbbi javára.

MONETÁRIS KONDÍCIÓK. A pénzromlás ütemében 2006 elején jelentős mérséklődés következett be, köszönhetően a felső ÁFA kulcs csökkentésének. A fogyasztói árindex csökkenésén belül szembetűnő, hogy az iparcikkek 2005-ben mérséklődő inflációját követi a szolgáltatások áremelkedésének lassulása is. A deflációt segíti a reálbérek lassuló növekedése és az alacsony költséginflációs nyomás.

Ugyanakkor a kedvező első féléves inflációs adatokat követően 2006 második felében és különösen 2007-ben gyorsulhat az infláció. Ebben szerepet játszhat a magas olajárak nyomán erősödő importált infláció, a korábbinál gyengébb forint és erőteljesebb belföldi konjunktúra inflációt gerjesztő hatása. Mindezek eredményeképpen az éves átlagban 1.5%-os inflációhoz 2,1%-os december/december árindex társul.

Az árfolyam alakulásában jelentős kockázatok és bizonytalanság tapasztalhatók. Az első negyedévben a forint ingadozási centruma a 250 HUF/Euro szintről fokozatosan áthelyeződött a 265 HUF/Euró körültre. Közben a forint gyengüléséhez nemzetközi tényezők is hozzájárultak (kamatemelési lépések és várakozások a fejlett országok piacain, regionális sokkok, stb.) az árfolyam gyengülése mögött a kedvezőtlen külső és belső egyensúlyi folyamatok és a növekvő kockázatok állnak. Vélhetően a forint 2006-ban a választásokat követően tovább gyengül, majd a kamatemelés és az elinduló fiskális korrekció hatására erősödhet. Ezzel együtt a december végére várt árfolyamszint (265 HUF/Euró) meghaladja a 2005 végi szintet.

Az árfolyamra nehezedő nyomás, a belső egyensúlytalanság és az inflációs folyamatok növekvő kényszert jelentenek a jegybank számára, és elkerülhetetlenné teszik az alapkamat emelését. Annak ellenére, hogy az inflációs célok teljesüléséhez elégséges lehet a mostani kamatszint, a jelzett tényezők miatt az év első felében 50 bázispontos kamatemelés várható, amit követően az év végéig fennmarad a 6,5%-os alapkamat.

FISKÁLIS FOLYAMATOK. Az államháztartási hiánya 2005-ben a nyugdíjreformmal összefüggő korrekcióval ESA 95 alapon a GDP 6,3%-a, nyugdíjkorrekció nélkül 7,6%-a lett. Idén folytatódtak a kedvezőtlen folyamatok, mert az államháztartás első negyedéves hiánya elérte a teljes évre tervezett deficit több mint felét. Különösen aggasztó a helyzet a társadalombiztosítási alapok esetében, ahol az első negyedéves deficit közel négyszerese az éves tervezett hiánynak. Az államháztartás magas hiánya mögött részben a kieső bevételek (elsősorban az ÁFA csökkenése, a járulékbévételek visszaesése), részben a tervezettnél magasabb kiadások állnak.

Az első negyedév folyamatai, a politikai ciklus hatása mellett változatlan fiskális politikát feltételezve az év végére a nyugdíjkorrekció nélkül számított államháztartási hiány eléri a GDP 9%-át, míg a nyugdíjreform



hatásával korigált deficit a GDP 7.8%-át. A magas államháztartási deficit, az emelkedő kamatlábak nyomán az államadósság tovább növekszik és a tavalyi 61%-os GDP arányos szintről idén akár 63.5%-ra növekedhet.

KÜLSŐ EGYENSÚLY. A folyó fizetési mérleg hiánya változatlan jelentős, 2005-ben meghaladta a GDP 8%-át amennyiben főbb komponenseiből határozzuk meg és megközelítette a GDP 10%-át, amennyiben a finanszírozási oldalról tekintjük. 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, finanszírozási oldalról pedig ismételten a GDP 10százaléka körül lehet. .

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. Idén GDP arányosan változatlan áru- és szolgáltatásegyenleg mellett kissé növekvő deficittel számolunk a jövedelemegyenleg esetében.

A folyó fizetési mérleg által jelzett nettó külső finanszírozási igényt 2005-ben nagyobb mértékben fedezték a nem adóssággeneráló tőkebeáramlások, mint 2004-ben, de ebben meghatározó szerepe van az egyszerűsített privatizációs tételeknek. A működő-tőke befektetések egyenlegének javulása mellett jelentősen emelkedik az adóssággeneráló beáramlás, elsősorban a magánszektor növekvő deviza eladósodása miatt. A folyamat 2006-ban is folytatódik, mert a várhatóan bővülő közvetlen tőkebefektetések mellett tovább emelkedik az adóssággeneráló deviza-beáramlás mértéke, növelve a bruttó és nettó devizaadósság GDP arányos szintjét.

MUNKANÉLKÜLISÉG ÉS A BÉREK ALAKULÁSA. A gyors növekedés a munkaerő-kínálat növekedése ellenére sem társul a munkaerő-kereslet érzékelhető bővülésével. Mindezek következtében a változatlanul alacsony és érdemben nem emelkedő foglalkoztatási ráta mellett a munkanélküliség stagnál és 2006 végére a munkaképes lakosság 7,2%-át teszi ki.

Amennyiben a kiigazító lépések keretében mérséklődik a foglalkoztatás az államigazgatásban, úgy a munkanélküliség kissé tovább emelkedik, mert rövidtávon a magánszektor nem képes a felszabaduló munkaerő felszívására. A mérsékelt infláció, a vállalati szektor erősebb infláció érzékenysége, és a növekvő munkanélküliség mellett a reálbérek emelkedése a tavalyi 6%-ról 4.5%-ra mérséklődik.

GAZDASÁGPOLITIKAI KIHÍVÁSOK. A gazdaságpolitika számára három jelentős kihívás jelentkezik 2006-ban. Az egyik kihívás, hogy az elkerülhetetlen makrogazdasági stabilizáció és ezen belül a fiskális kiigazítás ne a piacok által kikényszerített korrekció, hanem a költségvetési politika módosulásának eredményeképpen létrejövő kiigazítás legyen. A két típusú korrekciónak eltérőek növekedési és foglalkoztatási, az árfolyampályára és kamatlábakra, illetve a fiskális pozícióra gyakorolt hatásai.

A másik gazdaságpolitikai kihívás, hogy a rövid távú stabilizációs lépéseket miképpen lehet és kell összehangolni az államháztartási intézményrendszer átalakításával.

A harmadik kihívás a gazdaságpolitika számára, hogy a rövid távú stabilizációs lépések, és a középtávú államháztartási szerkezetet átalakító lépések nyomán miképpen lehet egy hiteles, a piaci és nem piaci szereplők számára elfogadható konvergencia-programot és euró csatlakozási dátumot meghatározni.



Táblázat 1. Összefoglaló előrejelzés a magyar gazdaságra

	2004	2005	2006*
GDP (%)	4,6	4,1	4,5
Lakossági fogyasztás	3,5	3,5	3,7
Közösségi fogyasztás	-1,5	-1,5	3
Beruházások	8,2	8	6
Export	15,5	11	10,5
Import	14	8	11,0
Fogyasztói árindex (éves átlag)(%)	6,8	3,6	1,5
Fogyasztói árindex (dec/dec) (%)	5,5	3,6	2,1
Munkanélküliségi ráta (%)	6,1	7,3	7,2
Reálbérek (%)	2,6	6,0	4,5
Államháztartás egyenleg/GDP (%)	-5,5	-6,3	-7,8
Államadósság/GDP (%)	58	60	63,5
Folyó fizetési mérleg/GDP (%)	-8,9	-7,4	-8,7
Kereskedelmi mérleg/GDP (%)	-3,1	-2,9	-3,1
Árfolyam (év végi)	245	255	265
Jegybanki alapkamat (év vége)	9,5	6	6,5

*Előrejelzés



I. A fontosabb globális és regionális trendek

Magyarország világgazdasági környezete – a magyar gazdaság szempontjából – „vegyes” képet mutatott az elmúlt negyedévben, és a kilátások sem egyértelműen kedvezőek vagy kedvezőtlenek. A legfontosabb gazdasági partnereket jelentő EU-15 növekedési kilátásai valamivel kedvezőbbek, mint az előző időszakban voltak, ugyanakkor a pénzügyi környezet és az olajárak változásai nem kedveznek a magyar gazdaságnak.

Az olajárak összességében változatlanul magasak, amit az eddigi tényezők mellett a nigériai és iráni feszültségek indokolnak. Nigériában fegyveres támadások miatt mintegy 20 %-kal csökkent az olajexport, míg Irán esetében a nukleáris programhoz való ragaszkodás okoz nemzetközi feszültséget. Ezek mellett a háttérben tovább munkálnak a régebben ható tényezők: az iraki problémák a kínálati oldalon, illetve a keresleti oldalon Kína és India megnövekedett igénye. Június, az amerikai hurrikánszezon közeledése is feljebb hajthatja az árakat. Az olajárak volatilis alakulása mellett a régiót kedvezőtlenül érinti az orosz-ukrán gázvita, amely az ellátás biztonságát kérdőjelezi meg, különösen az ettől az energiaforrástól a régióban az egyik legnagyobb mértékben függő Magyarország számára. Április második felére közelített a 70 USD-hoz a Brent nyersolaj hordónkénti ára, de nehéz megjósolni, hogy az év egészében milyen tendenciák dominálnak majd. Az IMF szerint például az év közepén meghaladhatja a 80 dollárt is az olajár, és lassan megjelenhet ennek hatása az infláció növekedésében is – világszerte.

Az olajárak egyik áttételes, a magyar pénzügyi helyzetben különösen kedvezőtlen hatása, hogy az infláció növekedésére válaszként az Európai Központi Bank - 5 év után - kamatot emelt 2005. decemberében, amelyet további kamatemelés követett 2006. márciusának elején. A FED kamatemelése – legutóbb március végén már 4,75 %-ra emelte az irányadó kamatszintet a FED Nyíltpiaci Bizottsága - szintén hatnak a magyar gazdaságra, hiszen a jelentős magyar államadósság finanszírozásának feltételei kedvezőtlenebbekké válnak. Egyelőre ugyanakkor a régió többi valutájával többé-kevésbé együtt mozog a magyar valuta is, vagyis a befektetők még nem tesznek országspecifikusan jelentős különbséget a kettős deficit szorításában szenvedő magyar gazdaság és a feltörekvő régió többi, egészségesebb gazdaságok valutái között. Magyar szempontból fontos fejlemények, a FED és

az ECB kamatemelése, 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. Ugyanakkor a világgazdasági környezet változása „reaktíválhatja” az EKB kamatemeléseit.

A világgazdaság fő motorja változatlanul az USA és Ázsia, azon belül is Kína és India. Elsősorban ezeknek a dinamikus gazdaságoknak köszönhetően növekedhet az idén 4,9 %-kal a világgazdaság, amely ütem közel azonos szinten, 4,7 %-on marad 2007-ben is, az IMF becslése szerint. Ugyanakkor változatlanul erősek a folyómérleg-egyensúlytalanságok, aminek – Európa szempontjából kevésbé kedvezőtlen – következménye lehet az USA-gazdaság lassulása, de akár a dollár összeomlása is. Az utóbbi forgatókönyv az európai gazdaságok és kiemelten az euró zóna szempontjából különösen kedvezőtlen, hiszen az összeomlás terheit – a nem rugalmas árfolyamrendszerekkel rendelkező Ázsia helyett – elsősorban az öreg kontinens viselné. Az így erősödő euró csökkentené a gazdaságok külpiaai versenyképességét, és visszavetné a növekedési ütemeket.

A magyar gazdaság szempontjából legfontosabb régió, az EU tagállamainak gazdasági gyengélkedése – legalábbis ideiglenesen – megszűnni látszik 2006-ban. Az előrejelzések 2 % körüli növekedést várnak az euro zóna esetében, és mind a munkanélküliséget, mind az inflációt valamivel alacsonyabbra prognosztizálják, mint a 2005-ös adatok.

Gazdasági szempontból a legfontosabb magyar partner Németországban idén 1 % feletti növekedést várnak, amely mögött elsősorban a beruházások és az export erőteljes növekedése húzódik meg. Nem tartják kizártnak a gazdasági előrejelzések, hogy a belső kereslet is élénkülhet, ami még magasabbra „húzná” a gazdasági növekedés ütemét. Egy másik fontos magyar partner, Olaszország gazdasági szereplése is javulást mutathat 2006-ban, szintén 1 % feletti növekedéssel, habár az olasz gazdaság változatlanul jelentős problémáinak megoldása nem biztos, hogy már az április eleji választások után megkezdődik, vagy ha mégis, akkor annak rövid távú hatása inkább a növekedési ütem mérséklődése lehet. Ausztria teljesít



változatlanul a legjobban a három ország közül: 2 % feletti ütemben bővíthet az idén a gazdaság.

Az új tagországok növekedési kilátásai 2006-ra is viszonylag kedvezőek, és ez a magyar gazdaság számára is előnyös lehet. Az új tagországok gazdasági növekedésének üteme jelentősen magasabb a régi EU-tagországokénál: a visegrádi országok esetében legalább 4 %-os növekedés várható 2006-ra. A 2005-ben gyengébben teljesítő Lengyelország is 4 % fölé juthat 2006-ban, míg Szlovákia 5 % feletti gyarapodást várhat. Az infláció - Szlovákia kivételével - 3 % alatt maradhat, és az elemzők a munkanélküliségi ráták lassú csökkenését prognosztizálják idénre. A költségvetések - Magyarország és kisebb részt Lengyelország kivételével - alacsony deficitet mutatnak. Lehetséges, hogy a régióból elsőként, Szlovénia már 2007-ben belép az Euró-övezetbe.

Az új tagok, a növekedés összetevőit tekintve, 2005-höz hasonlóan, két csoportba sorolhatók. A balti országok és Szlovákia található az egyik csoportban, ahol a növekedés legfontosabb motorja a belső kereslet/fogyasztás emelkedése. A másik négyes csoportban a növekedést elsősorban az export generálja. Egy másik jelentős különbség a két csoport között, hogy a Világbank szerint, a Visegrádi országokban és Szlovéniában a teljes tényezőtermelékenység (TFP) növekedése volt a bővülés fő motorja, míg a Balti országokban a tényező-felhalmozás - elsősorban a beruházásoké.

A külkereskedelem és a tőkebeáramlások bővülése jelentős lökést kapott a csatlakozás után, és ezek növekedési üteme 2006-ban is magas maradhat. A regionális külkereskedelem is gyors növekedésnek indult az EU-csatlakozást követően, és ez a tendencia 2006-ban is folytatódni látszik.

Oroszország (és más FÁK-országok) esetében elsősorban a kőolaj és más nyersanyagok magas árai növelték meg az exportbevételeket, ami - amennyiben az olajárak ilyen magas szinten maradnak 2006-ban - segít finanszírozni a fiskális expanziót és így a belső kereslet növekedését, viszonylag magas gazdasági növekedési ütemet biztosítva ezekben az országokban.

Egy további, új tényező hathat jelentősen a magyar és az európai gazdaságokra. Ma még bizonytalan, hogy mennyire lehet számottevő a márdárinfluenza gazdasági hatása. A fogyasztásbiztonság csökkenése, a magánfogyasztás visszaesése jelentős mértékben visszavethet egyes tevékenységeket, elsősorban az érintett mezőgazdasági és élelmiszeripari kapacitásokat, illetve a turizmust érintheti hátrányosan, amely azoknak az országoknak kedvezőtlen elsősorban, ahol ezek a szektorok jelentős mértékben járulnak hozzá a GDP-hez, foglalkoztatáshoz.



II. A gazdasági növekedés és szerkezete

Termelési oldalon 2005-ben az infrastruktúrális beruházások nagy szerepe miatt az építőipari hozzáadott érték 16,6%-os bővülése volt jelentős növekedési tényező; 2006 januárjában 14,1%-os volt a 12 havi növekedési ütem. Az építési beruházások 2006-ra való áthúzódása miatt az építőipar várhatóan idén is a növekedés fontos tényezője lesz.

Az ipar bruttó termelési volumene alacsony 2005-ös bázishoz képest jelentős növekedést mutat: január-februárban 12,6%-kal múlta felül az előző év azonos időszakát. Míg a feldolgozóipar belföldi értékesítése 7%-kal emelkedett, addig a kedvező külpiazi konjunktúrát meglovagolva az ipari export 18,4%-kal bővült. Az exportbővülésben ezúttal a járműgyártás külföldi értékesítéseinek 27,6%-a volt kimagasló. A feldolgozóipari termelés ötödét adó járműgyártás összes termelése 28,9%-kal növekedett, míg az egyharmadnyi súlyt képviselő villamos gép, műszer gyártása 18,6%-kal bővült.

Az ipari rendelésállomány bővülése a kedvező konjunkturális körülményekre utal: az új rendelések állománya februárban 17,1%-kal nőtt, a teljes rendelésállomány pedig 10,5%-kal emelkedett 2005 februárjához képest.

A munkatermelékenység az iparban az év első két hónapja során 16%-os éves növekedést mutatott (2,8%-os létszámsökkenés mellett). Kiemelkedően magas, 20% feletti volt a termelékenység-növekedés a gép és berendezés, a villamos gép és műszer, valamint a járműgyártás és a vegyi anyag gyártása ágazatokban. A termelékenységi adatok is kedvező konjunktúráról tanúskodnak, bár a foglalkoztatás-bővülés elmaradása némi óvatosságra int.

Felhasználási oldal

A háztartások végső fogyasztási kiadásai 2005-ben a GDP növekedési üteme alatt maradtak, 2,1%-kal emelkedtek. Januárban a bruttó átlagkeresetek 6,1%-kal, a nettó átlagkeresetek pedig 7,6%-kal haladták meg a 2005 januári szintet; a reálkereset 4,8%-kal emelkedett. A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének bővülése (a minimálbér-emelés és egyéb lépések következtében) és részben az ÁFA csökkentésből eredő (bár a vártnál kisebb mértékű) árcsökkenés a lakossági

fogyasztásra élénkítően hat 2006-ban, és ennek növekedési üteme meghaladja majd a 2005. évit.

A közösségi fogyasztás 2005-ben 1,4%-kal csökkent. A bejelentett államháztartási szigor a bér- és dologi kiadások terén többletkiadások ellensúlyozzák, melyek közül a legjelentősebb a Gripen vadászrepülőgépek beszerzése; ez a GDP 0,35%-át teszi ki (bár keresleti hatással nem jár). Az alacsonyabb bázis miatt 2006-ban a közösségi fogyasztás bővülése is a GDP növekedése irányába hat.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2005-ben 6,6%-kal növekedett; kiemelkedő növekedési ütemet mutatott az útépitéseket is magában foglaló szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazat 32,7%-kal. A feldolgozóipari beruházások 2,4%-os növekedése a vállalatok konjunktúrával kapcsolatos óvatosságára utalhat, ugyanakkor több szolgáltató ágazatban (pl. kereskedelem és javítás, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, pénzügyi tevékenység) 10% felett volt a beruházások bővülése.

A kedvező konjunkturális viszonyok közepette élénk beruházási aktivitásra számítunk. A lakásépítések üteme 2006-ban tovább mérséklődik majd, amit a kiadott lakásépítési engedélyek számának 2005. évi 10,4%-os csökkenése vetít előre. Ezt a 2006-ban realizálódó infrastruktúrális beruházások ellensúlyozzák majd.

A kedvező külpiazi konjunktúra és az ipari rendelésállomány dinamikus bővülése az export kedvező növekedési kilátásaira utal. A forint eddigi gyengébb árfolyama bizonyos mértékig szintén kedvezhet a kivitelnek, ugyanakkor a külkeresedelem egyenlegére már nem gyakorol jelentős pozitív hatást az import drágulása miatt. A behozatal dinamikáját erősíti a belső kereslet élénksége.

Összességében a bruttó hazai termék 2005. évi 4,1%-os bővülése után 2006-ban kissé erősebb, 4,5% körüli GDP bővülésre számítunk. A növekedés fő motorja változatlanul a lakossági fogyasztás növekedése lesz, amelyet továbbra is a reálbérek számottevő növekedése, valamint a lakossági hitelállomány bővülése eredményez. A hitelállomány növekedésében meghatározó szerepe volt a devizahitelek bővülésének, de 2006-ban még nem várható, hogy a forint árfolyamának gyengülése és a kamatlábak emelkedése visszavetné a hitelállomány és a fogyasztás bővülését.

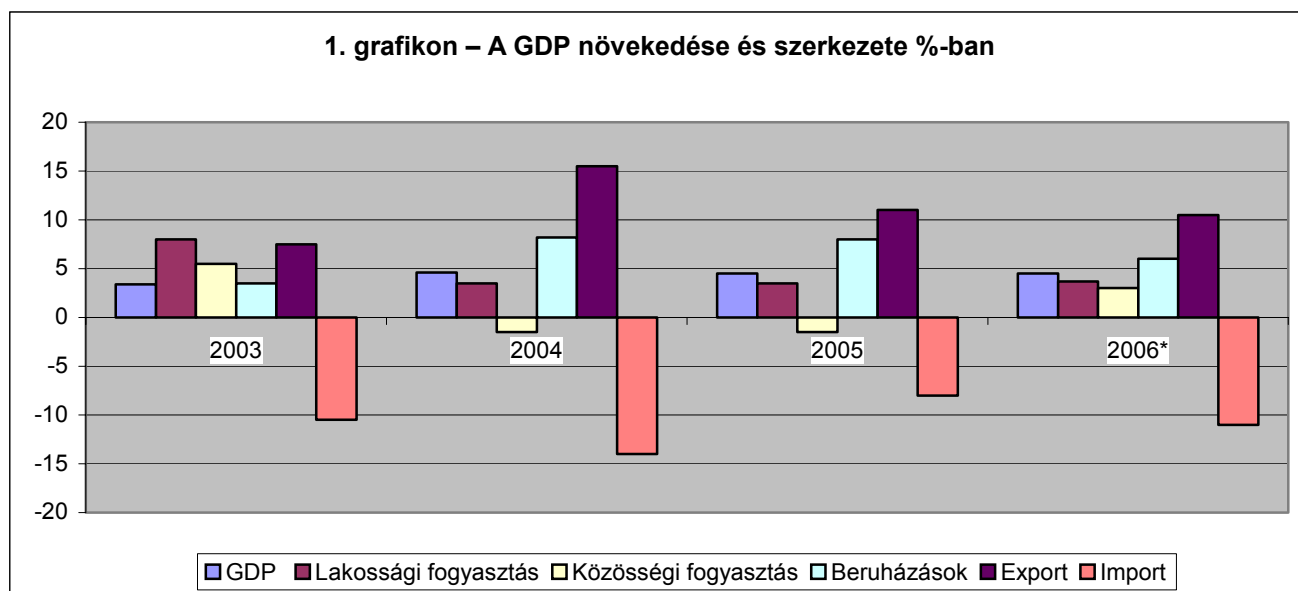


A növekedés szempontjából hasonlóképpen meghatározó lehet a közösségi szektor fogyasztásának bővülése, amit kötelezettségek és a politikai ciklus együttesen határoznak meg. A kedvezőbbé váló külső konjunktúra mellett kissé gyorsul az export bővülése, azonban az export és az import növekedése között változatlanul fennmarad az egy százalékpontos rés az utóbbi javára.

A becslésünkre ható fő kockázati tényezők közt meg kell említeni a magyar gazdaságban szükségesnek ítélt stabilizációs lépések körüli bizonytalanságot.

Utalunk az MNB áprilisi *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* c. kiadványára, melynek számításai szerint a közszférában végrehajtott elbocsátások legfeljebb 0,2 százalékponttal, egy ÁFA emelés szintén legfeljebb 0,2 százalékponttal, az állami beruházások elhalasztása mintegy maximum 0,5 százalékponttal, az államháztartás dologi kiadásainak erőteljes visszafogása pedig akár 0,8 százalékponttal csökkentheti az intézkedés évében a gazdasági növekedés ütemét.¹

Egy piac által kikényszerített stabilizáció növekedési áldozata megítélésünk szerint magasabb is lehet, ugyanis ez esetben a hozamemelkedés (és egy esetleges további árfolyam-gyengülés) az adóssággal rendelkezők terheit emeli, és ez a fogyasztási, beruházási kiadások visszaeséséhez vezethet.



¹ Magyar Nemzeti Bank: *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, 2006. április 10. 1-3. táblázat, 27. oldal.



III. A monetáris kondíciók

Árfolyamok és hozamok

A forint árfolyamában az első negyedévben elkezdődött a megelőző jelentésünkben már említett korrekció. Az év első három hónapja során a forint árfolyam ingadozási sávjának középpontja a korábban jellemző 250 Ft/ Euró körüli szintről 5-6 százalékkal magasabb 265 HUF/Euró szintre emelkedett. A forint gyengülése mögött részben nemzetközi és meghatározó módon hazai tényezők állnak.

A nemzetközi okok közül kiemelendő, hogy fokozatosan véget ér az olcsó és bőséges finanszírozás időszaka a közepes jövedelmű, feltörekvő gazdaságok számára, mert a felerősödő inflációs veszély kamatemelésre készíti a fejlett országok jegybankjait. Mindezek nyomán mérséklődött a feltörekvő piacokra irányuló tőkebeáramlás és általában erősödött a befektetők kockázatkerülő hajlama. A csökkenő kamatfelár mellett a befektetők a korábbinál már érzékenyebben reagálnak az egyensúlyi problémákkal, a gazdaságpolitika fenntarthatóságával, illetve a politikai stabilitással kapcsolatos problémákra. Mindezek következtében a közepes jövedelmű, feltörekvő gazdaságokat érintő negatív hatások az ilyen adottságokkal rendelkező országokban felerősödve jelentkeznek: ez történt 2006 első negyedévében Lengyelország és Magyarország esetében is.

A nemzetközi folyamatok mellett azonban ki kell emelni, hogy a forint gyengülése mögött elsősorban a fiskális túlköltekezés és a befektetői kockázatok ezzel összefüggő erősödése áll. Az ikerdeficit és elsősorban a növekvő államháztartási hiány miatt a befektetők növekvő kockázatosságúnak értékelték a hazai fizetőeszközt és a változatlan kamatok mellett mérsékeltek a forint iránti keresletüket. Annak ellenére, hogy az államháztartás és a lakossági szektor deviza-eladósodása (és ezáltal a forint iránti kereslete) tovább növekszik, a forint gyengült, mert ezzel ellentétes eladási tendenciák érvényesültek a devizapiacra a korábbi időszakokkal összevetve erőteljesen csökkenő vételi szándékok nyomán.

A forint iránti keresletet tovább mérsékelte, hogy az expanzív fiskális politika és az államadósság növekedése miatt elérhetetlen messzeségbe került az euró 2010-es bevezetése, illetve bizonytalanság van a reális Euró-övezeti csatlakozási dátum megítélését illetően. Ennek nyomán a többi

újonnan csatlakozott országra és korábban Magyarországra is érvényes konvergencia-játék megszűnt és ez is csökkentette a hazai fizetőeszköz iránti keresletet.

A forint iránti kereslet mérséklődése nem csak az árfolyamot gyengítette, hanem - tekintettel a magas államadósságra és a külföldiek ennek finanszírozásában játszott meghatározó szerepére - az állampapírhozamokat is növelte.

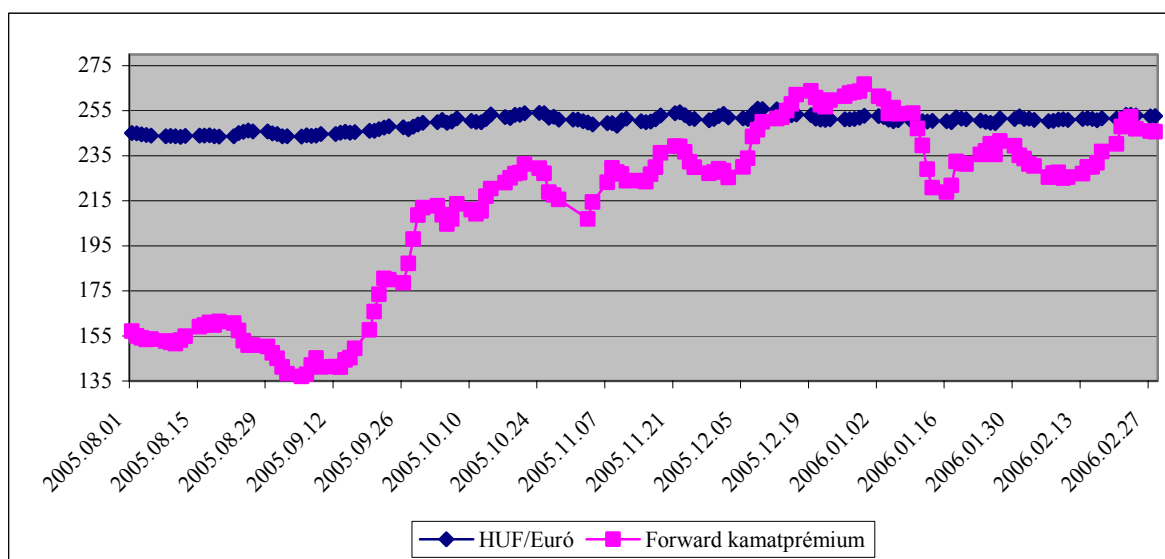
Az árfolyam alakulásával kapcsolatosan nehéz előrejelzést adni a bizonytalanságot okozó tényezők magas száma miatt. Az árfolyam alakulása az exogén sokkokon túlmenően döntő módon a fiskális kiigazítás időzítésének és minőségének függvényében alakul 2006-ban. Amennyiben nem kezdődik el egy az államháztartási egyenleget javító korrekció a második negyedévben, abban az esetben az egyensúlytalanságot és a növekvő bizonytalanságot a forint erőteljes leértékelődése és a piaci korrekció fogja kezelni. Amennyiben létrejön a fiskális politika által vezérelt stabilizáció, a kiigazítás mértéke, fenntarthatósága és hitelessége fogja elsődlegesen meghatározni a forint árfolyamának alakulását.

Mindkét esetben azzal kell számolni, hogy a forint eleinte tovább gyengül: az első esetben jelentősen és gyorsan, az utóbbi esetben kisebb mértékben és időben jobban elhúzódva. Ugyanakkor az árfolyam mozgása eltérő lehet középtávon a két scenárió mellett, mert a kiigazítás esetén valószínűsíthető - különösen ha a fiskális konszolidációt a jegybank kamatemeléssel is fogja ösztönözni - az árfolyam ismételt erősödése az év második felében.

A forint árfolyamának alakulására tett előrejelzést annak figyelembevételével határozzuk meg, hogy bekövetkezik a második negyedévben egy fiskális kiigazítás. A forint árfolyama az első negyedév végére jellemző 265 HUF/Euró szintről eleinte tovább gyengül a 275-ös árfolyam irányába, majd a kiigazítást követően jelentős volatilitás mellett az év végéig visszaerősödhet a második negyedév elejére jellemző 265-ös átlagos árfolyamszintre. Amennyiben megvalósul egy a költségvetési politika és nem a piaci nyomás által vezérelt stabilizáció, a forint árfolyama a jelzett szélsőértékek között maradhat és sem ennél gyengébb, sem erősebb árfolyamra nem kell tartósan számítani 2006-ban.



2. grafikon – A forint-euró árfolyam és az euróhoz viszonyított forward prémium



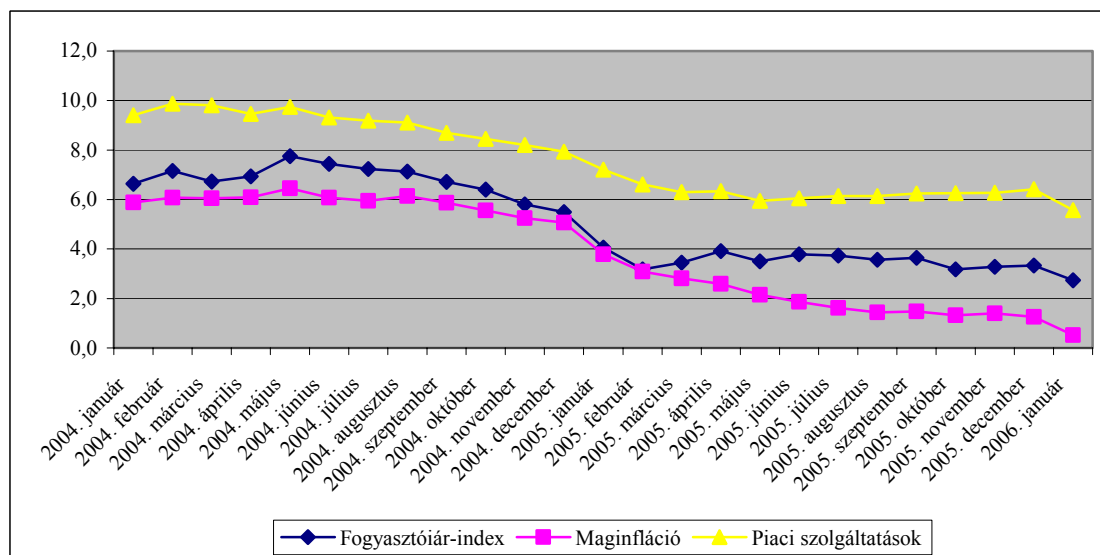
Infláció

Tavaly mind az éves átlagos, mind a december/december inflációs indexben jelentős csökkenés következett be és 2006-ban összességében további dezinflációval lehet számolni. A fogyasztói árindex növekedésének erőteljes lassulását 2005-ben az importált infláció csökkenése, az Egységes Piacon érvényesülő élénkebb verseny árnövelési lehetőségeket korlátozó hatása, valamint a korábbi évekkel szemben mérséklődő nominális bériáramlás nyomán csökkenő költséginfláció eredményezte. A fogyasztói árak alakulásában egyre erőteljesebb eltérés mutatkozott az iparcikkek lassuló ütemű inflációja és a szolgáltatások magas, éves átlagban 7%-ot közelítő árnövekedése között. A tavalyi inflációs folyamatok alakulásában kedvező

volt, hogy mérséklődött a piaci szereplők inflációs várakozása és a korábban jellemző hátratekintővel szemben egyre inkább előretekintő módon alakulnak az inflációs várakozások.

Idén tovább mérséklődik az áremelkedés üteme, ahogy azt az év eleji folyamatok is mutatják. A fogyasztói áremelkedés mérséklődéséhez elsősorban az általános forgalmi adó standard kulcsának 5 százalékpontos csökkenése járult hozzá. Ez annak ellenére mérsékli a havi és összességében az éves inflációt is, hogy az ÁFA-kulcs csökkentésének teljes hatása nem gyűrűződött be a fogyasztói árak alakulásába. A fogyasztói árak alakulása szempontjából kedvező, hogy a volatilisabb árakat kiszűrő maginfláció is jelentősen, a fogyasztói árindex mértékét meghaladó módon csökkent.

3. grafikon – A főbb inflációs mutatók alakulása



Várakozások

A kedvező folyamatok ellenére jelentős bizonytalanság mutatkozik az infláció alakulásában, és egyre nagyobb a valószínűsége annak, hogy a fogyasztói árak növekedésének lassulását ismételten magasabb infláció követi. Várakozásaink szerint már 2006 második felében gyorsul az áremelkedés mértéke és miközben az éves átlagos fogyasztói árindex növekedése 1.5% lesz, addig a december/december árindex 2,1%-ra emelkedik. További emelkedés várható mind a fogyasztói árakban, mind a maginflációban 2007-ben és az árindex ismételten megközelítheti az inflációs célsáv felső határát.

Az inflációs nyomás felerősödésében több tényező hozzájárulása mutatható ki. Egyrészt a várható trendváltáshoz hozzájárulnak a korábbinál magasabb olajárak, valamint a forint tartósnak mutató magasabb árfolyama. Mindez az impor-

tált inflációt növeli, illetve erősítheti a piaci szereplők inflációs várakozásait, amelyek megjelenhetnek az árak és bérek alakításában. További inflációgerjesztő tényezőként kell figyelembe venni az élénk konjunktúrát, ezen belül különösen a lakossági és belföldi kereslet erőteljes növekedését. Végezetül a fogyasztói árak alakulása szempontjából fontos, hogy a költségvetési túlköltekezés az áru- és munkaerő-piaci keresletet növeli és ez közvetlenül, illetve közvetve a nominális bérek növekedésén keresztül járulhat hozzá a fogyasztói árak erőteljesebb növekedéséhez.



IV. Az államháztartás helyzete

Az ICEG Európai Központ előző előrejelzésében azzal számolt, hogy - a kormányzati prognózissal szemben - a betervezett költségvetési törvény, valamint a 2005-ös várható hiányadatok alapján 2006-ban nem következik be korrekció az államháztartás hiányában. Az előző előrejelzésünk szerint 2006-ban a nyugdíjreform hatásával korrigált hiány a GDP 6,6%-a, az anélkül számított pedig 8%-a lesz.

Az első negyedéves folyamatok ismeretében a pesszimista előrejelzést revideálni kell, mert kiigazítás nélkül az előrejelzettnél is magasabb államháztartási hiány várható 2006-ra. Ennek csak részben oka, hogy az előzetes számítások szerint az első negyedévben teljesült az államháztartás egészét tekintve a célul kitűzött hiánycél több mint 50%-a. Ezen belül különösen aggasztó a társadalombiztosítási alapok hiányának drasztikus növekedése, amely az első negyedévben elérte az éves hiány négyszeresét.

A tervezett mértéket meghaladó hiányt több tényező magyarázza. Egyrészt - összhangban a korábbi jelentéseinkben írtakkal - nem megfelelő a költségvetési folyamatok, ezen belül a bevételek és kiadások tervezése: a magasabb deficit részben a nem reális számokkal is összefüggésben van.

Másrészt, a bevételek esetében kimutatható egyes bevételek elmaradása a tervezettől: ebben az általános forgalmi adók és a fogyasztási adóbevételek szerepe a meghatározó.

Harmadrészt, a tervezett meghaladó hiány kialakulásában a kiadások erőteljes növekedése is szerepet játszott. Ez érintette a központi költségvetést a felhalmozási és bérjellegű kiadásokon, illetve a társadalombiztosítási alapokat a nyugdíj- és egészségügyi kiadások erőteljesebb növekedésén keresztül.

Figyelembe véve az első negyedéves folyamatokat, valamint a költségvetési determinációkat várakozásaink szerint a költségvetési politika kiigazítása nélkül az államháztartás hiánya tovább emelkedik a korábbi előrejelzésünkben jelzettekhez képest is. Az államháztartás nyugdíjreform hatásával korrigált ESA 95-ös módszertan alapján számított hiánya 2006-ban elérheti a GDP 7,8%-át, miközben a nyugdíjreform hatásait nem tükröző deficit a GDP 9%-át.

A várakozásaink szerint a hiány növekedése alapvetően az elsődleges egyenleg romlásából

fakad, bár a kamatkidadások is emelkednek: az elsődleges deficit 2006-ban *ceteris paribus* elérheti a GDP 3%-át.

Ráadásul tekintettel kell arra is lenni, hogy a jelzett hiányadatok esetében nem vettük figyelembe a bizonytalan elszámolású tételeket, mint a PPP konstrukcióban megvalósuló kiadásokat, valamint a Gripen beszerzések hiánynövelő hatását sem.

Az államháztartás ESA 95 módszertan alapján számított hiányának növekedése egyben azt is jelenti, hogy erősödik az államháztartás keresleti hatása is. Az SNA hiány, amely a legtágabban vett közösségi szektor többletköltekezését mutatja, 2006-ban változatlan fiskális folyamatok mellett elérheti a GDP 10%-át, ami valóban fenntarthatatlan és hosszú távon finanszírozhatatlan.

Az államháztartási hiány növekedése az államadósság növekedésével párosul. Az államadósság/GDP mutató 2001-2005 között 53%-ról 61.5%-ra emelkedett és 2006-ban változatlan fiskális politikát feltételezve elérheti a GDP 63.5%-át. Az államadósság növekedése jelenleg elkerülhetetlen mind az elsődleges egyenleg hiánya, mind a reálkamatok és a reálnövekedés között meglévő minimális eltérés miatt.

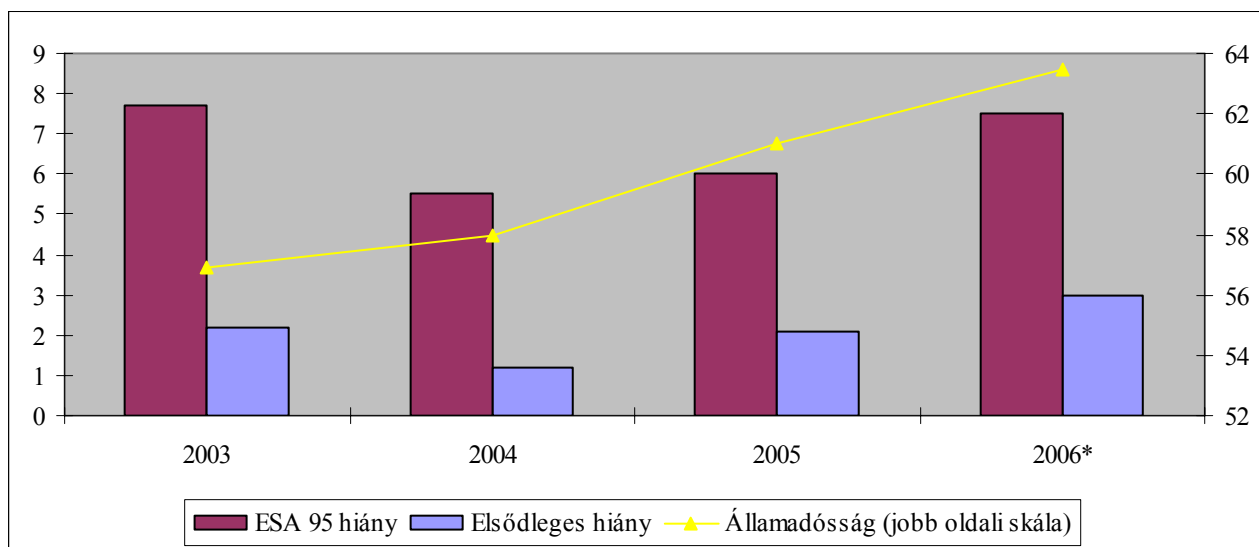
Az államadósság növekedése visszahat az államháztartási egyenleg alakulására is, mert növeli az államháztartás kamatkidadásait. Ez annak ellenére következik be, hogy éppen a kamatkidadások csökkentése érdekében növekedett az államháztartási deficit finanszírozásában a devizaadósság szerepe.

Ez első körben eredményez kamatmegtakarítást (miközben növeli az államháztartás számára az árfolyamkockázatot), azonban a beáramló deviza inflációs hatásának sterilizálása a jegybanktól a kéthetes betétállomány növelését indokolja, ami növekvő kamatkidadásokat eredményez. Az MNB számításai szerint a kamatszint 1 százalékpontos emelkedése a GDP 0,4%-val növeli a konszolidált államháztartás nettó kamatkidadásait.

Az államadósság növekedése hosszú távon is növeli az államháztartás problémáit, mert a devizaadósság magas részaránya miatt nagy az árfolyamkockázat, az esetleges forintgyengülésből eredő többletkiadások kockázata.



4. grafikon – Az államháztartás egyenleg mutatói és adóssága a GDP százalékában



Az államháztartási hiány növekedése súlyos makrogazdasági kockázatokkal és költségekkel jár. Az egyik következménye az ikerdeficit tartós fennmaradása, mert az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának romlását nem képes a lakossági szektor nettó megtakarításainak enyhe növekedése semlegesíteni. Ennek eredményeképpen jelentősen emelkedik a nettó külső finanszírozási szükséglet és ez a folyó fizetési mérleg hiány növekedésében is testet ölt.

A magas államháztartási hiány és az államadósság növekedése erősíti az exogén sokkoknak

való kitettséget, köszönhetően a devizafinanszírozás magas arányának. Végezetül az államháztartási hiány és az államadósság növekedése időben tovább késlelteti az Euró-övezetbe történő belépés lehetséges reális dátumát.

Az államadósság és az államháztartási hiány növekedése olyan mértéket ért el, amely mellett elkerülhetetlen a kiigazítás: a hiány és finanszírozása nem biztosítható, fenntarthatatlan. A legfontosabb kérdés ezzel kapcsolatban, hogy a kiigazítást a piaci folyamatok kényszerítik-e ki, vagy pedig a kormányzati konszolidációs lépések.



V. A külső egyensúly alakulása

A folyó fizetési mérleg 2005 negyedéves adatainak kumulálásából² számított hiánya csaknem 6,5 milliárd Euró volt, ami a GDP 7,4 százalékának felel meg. A GDP 7-8 százaléka körüli folyó fizetési mérleg passzívum középtávon várhatóan fennmaradhat.

A folyó fizetési mérleg passzívuma 2005 negyedik negyedévében 1486 millió Eurót tett ki. A negyedik negyedévben a folyó hiány 14 százalékkal volt alacsonyabb, mint a 2004-es év azonos időszakában. A folyó fizetési mérleg hiánya az előző negyedévhez képest is javult, a passzívum 283 millió Euróval csökkent. A javulás elsősorban az áruforgalmi mérleg és a vizonzatlan folyó átutalások egyenlegének kedvező alakulására vezethető vissza. A transzferegyenleg aktívuma az uniós támogatások felfutásával 2007-től kezdve egyre növekvő mértékben mérsékli majd a folyó fizetési mérleg hiányát.

Az árumérleg egyenlege 2005 negyedik negyedévében valamivel több, mint 26 százalékkal javult 2004 azonos időszakához viszonyítva. Az árumérleg passzívumának csökkenésében a behozatalnál gyorsabb ütemben növekvő kivitel játszott szerepet.

A szolgáltatások egyenlege 2005 negyedik negyedévében 33 millió Eurós aktívumot mutatott. A szolgáltatások mérlege (az előző év azonos időszakainak bázisán) 133 millió Euróval javult.

A folyó fizetési mérleg passzívumának csaknem 90 százalékát a jövedelemmérleg hiánya magyarázza. A jövedelmek egyenlegének passzívuma az előző év azonos időszakához viszonyítva mintegy 75 millió Euróval nőtt. A jövedelmek egyenlegének hiányát csak részben magyarázza a külföldi befektetők profitrepatriálása.

Az adóssághoz kapcsolódó jövedelmeken keletkezett deficit 2003. negyedik negyedévében még 200 millió Euró körül szinten állt, majd egy évig folyamatosan nőtt míg 2004 végén 400 millió eurós szinten stabilizálódott.

A vizonzatlan folyó átutalások egyenlege mind az előző év azonos időszakához, mind az előző negyedévhez viszonyítva javult és 160 millió eurós aktívumot mutatott 2005 utolsó negyedév-

ében. Magyarország EU költségvetésbe történő befizetéseit (vámok, GNI arányos hozzájárulás, ÁFA forrás stb.) 45 millió euróval haladták meg az Unióból érkező (pl. Európai Mezőgazdasági Orientációs és Garancia Alap garancia részéből vagy az Európai Szociális Alapból származó) bevételek.

A tőkemérleg bevételi oldalán számba vett (az Európai Mezőgazdasági Orientációs és Garancia Alap orientációs részéből vagy egyéb uniós alapokból érkező fejlesztési források) uniós bevételekkel együtt 323 millió euró bevételi többlet származott az Európai Unióval kapcsolatos elszámolásokról 2005 negyedik negyedévében.

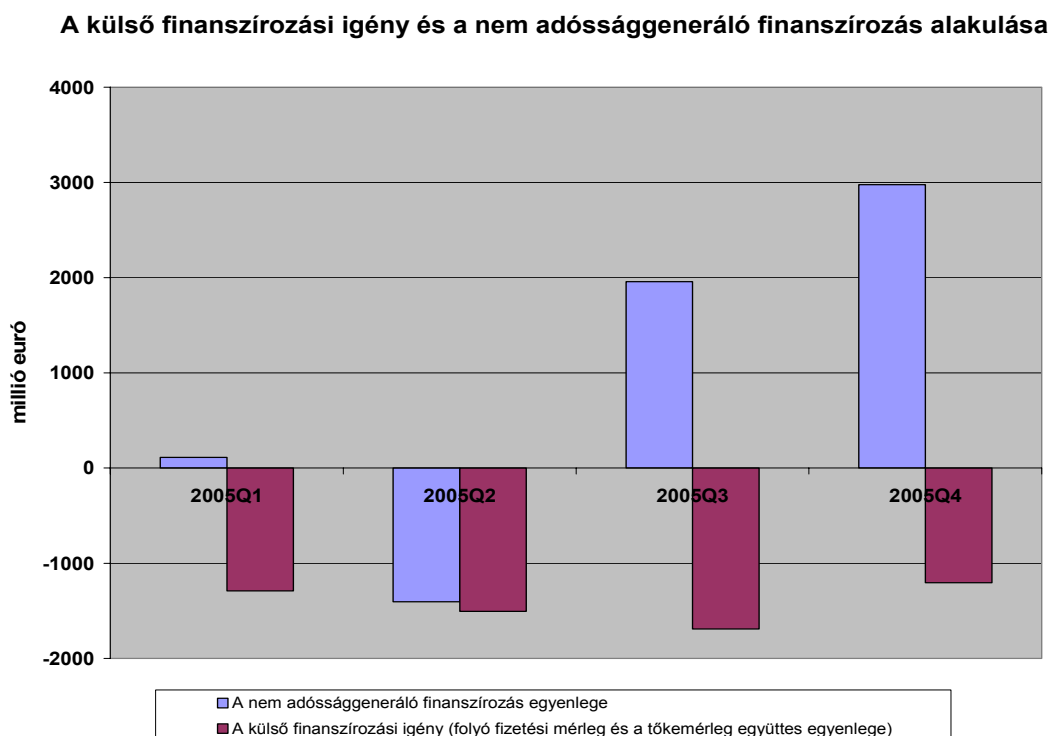
2005 utolsó negyedévben a nem adóssággeneráló finanszírozás egyenlege csaknem 3 milliárd eurós aktívumot mutatott. Ez teljes mértékben fedezte a külső finanszírozási igényt.

A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegéként értelmezhető külfölddel szembeni nettó finanszírozási igény 1206 millió eurót tett ki, csaknem fél milliárd euróval csökkent az előző negyedévhez képest.

²A négy negyedéves adatot a tőkebefektetésekhez kapcsolódó jövedelmek becsült jellege miatt az MNB nem tekinti éves adatnak. A 2005-re vonatkozó éves fizetési mérleg adatokat az MNB 2006 szeptemberében publikálja.



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



2005 negyedik negyedévében (a tulajdonosi hiteleket és az újra befektetett jövedelmeket leszámítva) „tisztán” 2 434 millió eurónyi FDI érkezett Magyarországra, míg hazánk 86 millió euró értékben helyezte ki működőtőkét külföldön.

A nem-rezidensek negyedik negyedéves közvetlen tőkebefektetéseinek döntő hányada (csaknem 80 százaléka) az Egyesült Királyságból származott. A legtöbb külföldi működő-tőke 2005 utolsó negyedévében privatizációs bevételként érkezett. A Budapest Airport privatizációja 1847 millió euróval, míg az Antenna Hungária privatizációja 182 millió euróval javította a pénzügyi mérleg egyenlegét.

Hosszú távon az állam nem lesz képes privatizációval biztosítani a nem adóssággeneráló tételek bevonását a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozására. A nem privatizációhoz kapcsolódó külföldi működő-tőke beáramlás biztosíthatja egyedül a külső finanszírozási igény nem adóssággeneráló fedezését.

Az adósságot növelő tételek közül 2006-ban is a nem rezidensek állampapír vásárlásai valamint a devizában eladósodó háztartások közvetve a bankrendszeren keresztül finanszírozzák majd a folyó hiányt.

Megnehezíti a folyó fizetési finanszírozhatóságának értékelését, hogy 2005-ben a tévedések és kihagyások egyenlege a GDP 2,5 százalékát kitevő

passzívumot mutatott. A Magyar Nemzeti Bank álláspontja szerint előfordulhat, hogy a Központi Statisztikai Hivatal alulbecsüli az importot³, így a folyó fizetési mérleg valós hiánya nagyobb lehet.

³ Az Európai Unió belüli kereskedelmet rögzítő áruforgalmi statisztikák kérdőíves megkérdezésein alapulnak. Unió csatlakozásunk előtt azonban még a vámhatáron történő számbavétel alapján kerültek összeállításra.



VI. Munkaerőpiac

2006 januárjában a legalább öt főt foglalkoztató vállalkozásoknál és a költségvetési szférában összesen 2,75 millió fő volt foglalkoztatott, 0,9%-kal kevesebb, mint egy évvel ezelőtt. A munkaerő-felmérés alapján 2005 decembere és 2006. február között az összes foglalkoztatott száma 3,88 millió fő volt, így gyakorlatilag nem változott egy év alatt.

A létszámcsökkenés a költségvetési szférában 2,2%-os volt, a versenyszférában pedig 0,5%-os mértékű. Az iparban a máshová nem sorolt feldolgozóipar 1,4%-os létszámnövekedésétől eltekintve minden ágazatban stagnálás vagy létszámcsökkenés volt jellemző a megelőző 12 hónapban. Az építőipari konjunktúra nyomán e szektor foglalkoztatottainak száma 6,7%-kal emelkedett, míg a piaci szolgáltatások egyik részében (kereskedelem és javítás, pénzügyi tevékenység, ingatlanügyletek és gazdasági szolgáltatás) enyhe növekedés, a többi ágazatban létszámcsökkenés volt megfigyelhető.

2005 decembere és 2006. február közt a 15-74 éves népesség aktivitási rátája 54,5% volt, a munkanélküliségi ráta pedig 7,8% (az Eurostat által publikált harmonizált ráta januárban 7,5% volt). A

foglalkoztatottak száma 2005 eleje óta mintegy 10 ezer fővel csökkent, ugyanakkor az aktívak száma közel 66 ezerrel emelkedett, így a munkanélküliségi ráta változását alapvetően a munkát keresők számának változása alakította.

2006 során nem várunk jelentős változásokat a foglalkoztatás terén, bár egy költségvetési stabilizáció a közszféra alkalmazottainak jelentősebb számú csökkenésével is együtt járhat.



VII. A gazdaságpolitikai kihívások

A gazdaságpolitika előtt a közeljövőt illetően három jelentős kihívás jelentkezik. A legfontosabb ezek közül, hogy az elkerülhetetlen makrogazdasági stabilizáció és ezen belül a fiskális kiigazítás ne a piacok által kikényszerített korrekció, hanem a költségvetési politika módosulásának eredményeképpen létrejövő kiigazítás legyen.

A két korrekciónak különbözőek a gazdaságpolitika hitelességére és mozgásterére, valamint a gazdaság növekedésére és a foglalkoztatásra, az árfolyampályára és a kamatlábakra, illetve a fiskális pozíció alakulására gyakorolt hatásai. A piaci korrekció révén kikényszerített kiigazítás jelentősebb árfolyamgyengülést, a kamatlábak növekedését, erőteljesebb inflációs nyomást és a gazdasági növekedés ütemének érezhető mérséklődését eredményezné.

A piaci árfolyam-korrekció makrogazdasági hatásai addicionális költséget jelentenének a fiskális politika számára nehezítve az amúgy sem könnyű kiigazítás végrehajtását. Ezzel szemben bizonyos feltételek teljesülése (kiadások csökkentésének elsődleges szerepe, hiteles középtávú korrekciós pálya bejelentése, stb.) esetén, a költségvetési korrekció által determinált konszolidáció az egyensúly javítása mellett rövidtávon is eredményezhet már pozitív növekedési és foglalkoztatási hatásokat. Magyarországon költségvetési kiadások magas szintje és szerkezete, a fiskális politika hitelességének hiányából eredő veszteségek miatt reális lehetőség van egy a növekedés szempontjából

kedvező hatásokkal járó nem-keynesiánus fiskális korrekció megvalósítására.

A másik gazdaságpolitikai kihívás, hogy a rövid távú stabilizációs lépéseket miképpen lehet és kell összehangolni az államháztartás intézményrendszerének átalakításával. Már a rövid távú korrekció keretében olyan lépéseket kell tenni a hiány csökkentése érdekében, amelyek összehangolhatók a hosszabb távú szerkezeti reformokkal, illetve fel kell vázolni, hogy a kezdeti stabilizációt a tartósan kiegyensúlyozottabb fiskális pozíció megteremtésének irányába mutató szerkezeti reformok követik majd.

A felhalmozódott egyensúlyi és szerkezeti feszültségek miatt e lépéseknek gyakorlatilag az államháztartás összes alrendszerére ki kell terjednie, különösen a közigazgatásra és intézményrendszerre, az egészségügyre és oktatásra, valamint az adó- és járulékrendszerre.

A harmadik kihívás a gazdaságpolitika számára, hogy a rövid távú stabilizációs lépések és a középtávú államháztartási szerkezetet átalakító lépések nyomán miképpen lehet egy hiteles, a piaci és nem piaci szereplők számára elfogadható konvergencia-programot és euró csatlakozási dátumot meghatározni.

Az elmúlt évek tapasztalata azt mutatja, hogy ebben nem csak ambícióra, hanem elsősorban realitásra van szükség: reálisan teljesíthető konvergencia pályát kell felvázolni, az ehhez tartozó euró-övezeti belépési stratégiával együtt.

