



ICEG Európai Központ

Negyedéves

Előrejelzés

a magyar gazdaságról

Nyár

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	12
V. A külső egyensúly alakulása	14
VI. Munkaerőpiac	16
VII. A gazdaságpolitikai kihívások	17
Melléklet A reálárfolyam felértékelődés és exportnövekedés kapcsolata	18



Összefoglaló

A **külső környezet** hatása a hazai gazdaságra 2005-ben inkább kedvezőtlen, mert a világgazdaság és a világkereskedelem gyors növekedése és a mérsékelt inflációs nyomás mellett kockázatot jelent az olajárak alakulása, az euró-zóna növekedési problémái, a főbb keresztárfolyamok, valamint a feltörekvő piacokkal kapcsolatos befektetői várakozások alakulása.

A **GDP növekedése** 2005-ben előreláthatóan 3,2%-ra mérséklődik a tavalyi 4,1%-ról. A mérsékeltebb növekedés mögött a csökkenő exportdinamika és a nettó export kisebb hozzájárulása, valamint a beruházások lassabb növekedése áll. A lakossági fogyasztás dinamikája 2005-ben érdemben nem változik 2004-hez képest.

A **pénzromlás üteme** az év eleji jelentős csökkenést követően a fennmaradó hónapokban stagnál, és december/december alapon 3,2% fogyasztói áremelkedéssel lehet számolni. Az árfolyamra jelentős volatilitás jellemző az év eddig eltelt időszakában is, és ez a további hónapokban is fennmarad a nominális árfolyam mérsékelt gyengülése mellett.

Az **államháztartás hiánya** meghaladja a tervezetet az egyszeri többletkiadások, a kedvezőtlen ciklikus hatások miatt kisebb bevételek nyomán. Az államháztartás ESA 95 alapon számított hiánya 2005-ben a GDP 5,2%-a lesz, miközben az államadósság/GDP eléri az 59%-ot.

A **folyó fizetési mérleg** hiánya változatlanul magas, bár kissé csökkenhet 2004-hez képest a GDP 8,3%-ára. A deficit mérséklődése a tavalyinál valamivel kedvezőbb kereskedelmi és jövedelemegyenleg nyomán következik be. Finanszírozásában fontos szerepet játszik a tavalyi szintet 2005-ben is elérő bruttó, illetve nettó külföldi működő tőke beáramlás, illetve továbbra is magas marad a hitelintézetek és az államháztartás külföldi forrásbevonása.

A **munkanélküliség** az elmúlt időszakban növekedett, köszönhetően a költségvetési szférában bekövetkező létszámleépítésnek és a versenyszféra stagnáló foglalkoztatásának. A munkanélküliségi ráta kissé csökkenhet az év folyamán, de 7 százalékos szint felett marad.

A **gazdaságpolitika** számára három jelentős kihívás mutatkozik 2005-ben. A legfontosabb az államháztartási hiány további növekedésének megakadályozása, a tervek jelentősen meghaladó hiány elkerülése. A másik a monetáris politikát érinti, amelynek a magas államháztartási és folyó fizetési mérleg hiány, a hazai forintadósság leminősítése, a feltörekvő piacok növekvő kockázati felára által indokolt óvatos kamatcsökkentés, illetve a kedvező inflációs környezet által implikált gyors kamatcsökkentés között kell választania. Végezetül a gyors dezinfláció a vártnál erőteljesebb reálbér-növekedést eredményez, ami a jövedelempolitika számára jelent kihívást, mert kedvezőtlenül befolyásolhatja a versenyképesség és a külső egyensúly alakulását.



1. táblázat. – Összefoglaló előrejelzés a magyar gazdaságra¹

	2003	2004	2005*
GDP (%)	3	4,1	3,2
Lakossági fogyasztás	8	3,5	3,5
Közösségi fogyasztás	5,5	-1,5	2,5
Beruházások	3,5	8,2	6
Export	7,5	15,5	8
Import	10,5	14	6,5
Fogyasztói árindex (éves átlag)(%)	4,7	6,8	3,3
Fogyasztói árindex (dec/dec) (%)	5,7	5,5	3,2
Munkanélküliségi ráta (%)	5,8	6,1	7,0
Reálbérek (%)	4,5	2,6	3,5
ULC	7,5	4	3,5
Államháztartás egyenleg/GDP (%)	-7,2	-5,5	-5,2
Államadósság/GDP (%)	57	58	59
Folyó fizetési mérleg/GDP (%)	-8,5	-8,9	-8,3
Kereskedelmi mérleg/GDP (%)	-4	-2,8	-2,5
Árfolyam (év végi)	262	245	255
Jegybanki alapkamat (év vége)	12,5	9,5	7

¹ Az adatok forrásai: Magyar Nemzeti Bank, Európai Bizottság, KSH. A 2005-re vonatkozó adatok az ICEG Európai Központ előrejelzései.



I. A fontosabb globális és regionális trendek

2004-ben a világgazdaság régóta nem látott ütemben bővült és az előrejelzések szerint – bár a 2004-esnél alacsonyabb, de – viszonylag kedvező, 4 % körüli növekedési ütem várható 2005-ben is. Idén a világkereskedelem növekedési üteme is viszonylag magas marad, bár lassul 2004-hez képest. Ugyanakkor egyre jelentősebbek azok a kockázatok, amelyek a kedvező folyamatokat akár ellenkező előjelűre is fordíthatják.

Egyrészt a világgazdaságban a hagyományos nagyfogyasztók mellett megjelent újabb felhasználók (elsősorban Kína) által támasztott kereslet miatt magas olaj- és nyersanyagárak visszafogják a növekedést. Alacsonyabb nyersanyagárakra 2005-ben nem számíthatunk: a kereslet nem csökken, sőt a politikai-geopolitikai kockázatok és a kínálat növelhetőségének korlátai miatt az olajárak még magasabbra is emelkedhetnek.

Másrészt a világgazdaság egyik legfontosabb „motorjának”, az USA-nak a gazdasági növekedését a dollárkamatok emelkedése és a folyó fizetési mérleg növekvő deficitje fenyegetik. Ezek együttesen jelentős kockázatot jelentenek a világgazdaság számára is, habár az idén eddig az USA növekedési mutatói kedvezően alakultak (elsősorban a belső kereslet növekedése és az erős beruházási tevékenység miatt). Ugyanakkor itt is beindulhatnak kedvezőtlen folyamatok: a növekedés üteme lassulhat, amennyiben tovább emelkednek a kamatok és a költségvetés kevesebb pénzt pumpál a gazdaságba, és így a belső fogyasztás és beruházás visszaesik. A belső fogyasztás növekedésének további korlátja, hogy a háztartások megtakarítása közel van a nullához. Az első negyedév adatai vegyesek: a növekedés üteme viszonylag magas, habár a vártnál alacsonyabb, ugyanakkor jelentős a munkanélküliség növekedése is.

Harmadrészt a világgazdaság másik „motorja”, Kína esetében szintén jelentősek lehetnek a világgazdaságra is ható gazdasági kockázatok. A kínai gazdasági teljesítmény alakulását változatlanul inkább az adminisztratív kormányzati intézkedések befolyásolják, mint a piaci tényezők. Így 2004

elején a túlfűtöttség jeleit mutató gazdaság lassulása is kormányzati lépéseknek volt köszönhető (a beruházások csökkentése a túlfűtött szektorokban a hitelek, ingatlanhasznosítás korlátozásával) és amikor az intézkedések ideiglenes hatása elmúlt, újabb gyorsulás következett be 2004 második felében, amikor az export és kisebb részt a fogyasztás vált a növekedés motorjává. A 2005-ben is folytatódó, liberalizációs intézkedésekkel is támogatott gyors kínai exportnövekedés a legnagyobb felvevőpiacokon (USA, EU) protekcionista intézkedések bevezetését válthatja ki, ami lassíthatja a világkereskedelem bővülését. Az export növekedését segíti a makacsul az USA dollárhoz kötött jüan.

A pénzügyi feltételek kedvezőek a növekedés szempontjából: a nemzetközi tőkepiacokat általában stabilitás jellemzi, egyedül a feltörekvő piacokon (így Magyarországon) lehetnek jelentősebb mozgások.

A növekedési ütemek jelentős eltérései 2005-ben is jellemzik az egyes világgazdasági régiókat. A Japánon kívüli Ázsia, illetve a FÁK-országok növekedési üteme lehet a legmagasabb, míg az EU (különösen az EU-15) gazdaságának bővülése alacsonyabb. Viszonylag magas az USA és Latin-Amerika gazdasági bővülésének üteme. Az egymástól egyre nagyobb mértékben eltérő régiós teljesítmények nem segítik a folyó fizetési mérleg-egyensúlytalanságok kezelését, és negatívan érintik a világgazdasági kereslet alakulását. Az USA folyó mérlegét jellemző hatalmas deficit lassan fenntarthatatlan szintre emelkedik, és ennek kezelése gyengébb valutát kíván. A dollár esetleges további gyengülése a világgazdaság többi szereplőjére is hathat, például a gyengébb importkeresleten keresztül. Ugyanakkor jelentős folyómérleg-többlettel rendelkeznek egyes ázsiai országok, az olajexportőrök és kisebb részt az euró-zóna országai.

Az euró-zóna az egyik legalacsonyabb növekedést mutató régió. 2005 elején még túlsúlyban voltak a kedvező jelek, mostanra azonban az erős euró, a gyenge dollár és a magas olajárak következtében kedvezőtleneb-



bek a kilátások. A francia és holland népszavazás eredménye tovább rontja a növekedési kilátásokat, ugyanakkor a – kérdéses, hogy tartósan vagy ideiglenesen – gyengülő euró javíthatja az exportteljesítményt, viszont drágíthatja az olajimportot.

Különösen Németország és Olaszország teljesítménye veti vissza az euró-zóna növekedését. Németországban folyamatosan csökken a belső kereslet, a bővülés egyetlen motorja az export, és a 2005-re várt növekedés üteme így mindössze 1,2 %. Olaszországban a GDP csökkenését prognosztizálják erre az évre. A recesszió okai között az egység-béreköltségek növekedése, a hagyományos olasz exporttermékeket sújtó erősebb világszerte verseny és az erős euró mellett a hazai kereslet 1 % alatti növekedése és a beruházások csökkenése is fontos szerepet játszik. A magyar export szempontjából fontos még Ausztria helyzete: szomszédunk az euró-zóna egyik magas növekedési ütemét mutathatja fel: az előrejelzések szerint 2 százalékkal bővíthet idén a gazdaság, ami elsősorban a belső kereslet (fogyasztás) és az export élénkülésének köszönhető. Az alacsony euró-zóna növekedés az importkereslet alakulása szempontjából negatívan befolyásolja a magyar kilátásokat.

Az új tagországok növekedési kilátásai kedvezőek, és ez a magyar gazdaság számára is pozitív lehet. Ugyanakkor az eddigi tapasztalatok alapján Magyarország nem tudta olyan gyors ütemben bővíteni kivitelét a belépés után a többi új tagországba, mint amilyen mértékben az a többi új tagországnak sikerült. A regionális kereskedelem élénkülése 2005-ben is folytatódhat. 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 hasonlóbbakká válnak, s így felértékelődik az egyéb tényezők (kedvezmények) szerepe.

A hazai szempontból kiemelkedően fontos ágazat, az IKT – gyártás és kereskedelem 2005-ös kilátásait tekintve dekonjunkturát, az exportlehetőségek beszűkülését jelzik a prognózisok. Ezt támasztja alá a félvezetőpiac jelentős visszaesése, amit a nagy készletek és a jelentős többletkapacitások indokolnak. A járműgyártásban sem bővíti jelentősen a magyar szempontból fontos európai piac, az alacsony növekedés visszaveti a keresletet.



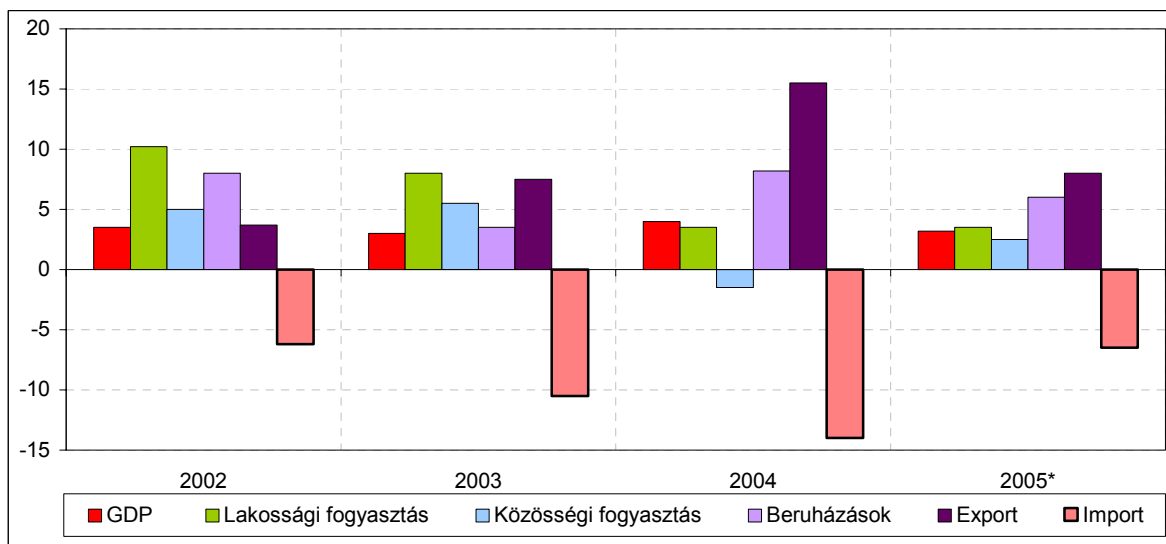
II. A gazdasági növekedés és szerkezete

2004-ben a 1%-kal gyorsult a bruttó hazai termék növekedése, amely így 4,1%-ot ért el. Míg az első félévben inkább az exportvezérelt növekedés volt jellemző, addig a harmadik negyedévtől a beruházások és a negyedik negyedévtől a fogyasztás bővülése is hozzájárult a növekedés gyorsulásához. Két rendkívüli hatást kell megemlíteni 2004-ben, amelyek javították a növekedési mutatókat. Az egyik a naptári hatás, amely a szökőnap következtében 0,1 százalékponttal emelte a GDP növekedési ütemét (ezt a hatást fokozta, hogy több ünnepnap a hétvégére esett). A másik a mezőgazdaság kivételesen jó

teljesítménye a rendkívüli termés következtében. Ezek az ideji mutatóknál bázishatásként érvényesülnek, és a növekedés mért ütemét kissé lefelé torzítják.

2005 első negyedévében a bruttó hazai termék az év eleji előrejelzéseknél mérsékeltebb ütemben, 2,9%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest. A szökőnap bázishatásának kiszűrésével 3,5% növekedés adódott. A 2005. évre összességében 3,2% körüli GDP növekedést prognosztizálunk, melynek összetételét az alábbiakban ismertetjük.

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



Export

Tavaly a külpiazi adottságok kedvezőek voltak: az euró-övezet átlagos gazdasági növekedése 2% körül volt, Magyarország fő exportpartnereinek (a hazai exportbeli arányával) súlyozott importkereslete 5,9%-kal bővült. A nemzetközi konjunkturális kilátások 2005-re viszonylag kedvezőek, bár bizonytalanságokkal terhelték.² Az exportpartnerek import-

kereslete várhatóan a tavalyinál lassabban, 5,5% körüli ütemben bővülhet.

Az ICT szektor globális dekonjunktúrája ellenére a magyar ipari rendelésállományban éppen e szektor teljesít jól: az év első három hónapjában átlag 15%-kal több exportrendelés érkezett a villamos gép-, műszergyártás ágazatban, mint 2004 első negyedévében, amelyet a belföldi rendelések tovább segítenek. Így az ágazat összes rendelései átlagosan 23%-kal nőttek a tavalyihoz képest. Ezzel szemben a járműgyártás valóban kedvezőtlen külpiazi kilátások elé néz: itt az exportrendelések átlag 35%-os visszaesése tapasztalható, amit a belső kereslet sem volt

² Így a német IFO üzletklíma-index egész évre romló vállalatvezetői várakozásokat mutat, és a pesszimizmus az euró-zóna többi tagországára is átragad. Ennek némileg ellentmond, hogy a német gazdaság 2005 első negyedévében még meglepően jól teljesített (1%-os növekedés).



képes kompenzálni; az összes rendelés közel 30%-kal mérséklődött.

Fogyasztás

A lakossági fogyasztás 2002-2003-as szárnyalása után 2004-ben már jóval mérsékeltebb ütemben, 3,5%-kal nőtt. Ez még mindig magasabb annál, amit a reálbérek alakulása indokoltta tett volna, és feltehetően az egyéb jövedelmek emelkedése magyarázza. Ebben szerepet játszott a magas 2004. évi értékpapír-piaci hozamokon túl a vegyes jövedelmek fő forrásának számító mezőgazdaság és ipar jó teljesítménye, valamint a mezőgazdasági és egyéb támogatások egyéb jövedelemként elszámolása. A lakosság GDP-arányos nettó megtakarítói pozíciója 2 százalékponttal javult, elsősorban a hitelfelvétel lassulásának következtében. A kiskereskedelmi forgalom 2004-ben 5,7%-kal, 2005 I. negyedévében 3%-kal bővült.

A lakossági fogyasztás 2005. évi bővülése mérsékelt lesz; ezt jelzi előre a lakossági bizalmi indexek romlása, a mérsékelt bérkiáramlás, valamint a gépjármű-vásárlások visszaesése is (márciusban 2,6%-kal az előző évhez képest). Ugyanakkor a vártnál alacsonyabb infláció emeli a 2005-re megállapított bérek reálértékét; ez a többletjövedelem kissé élénkítő hatású lehet. 2005-re mindezeket figyelembe véve 3,5%-os lakossági fogyasztás-növekedésre számítunk. A fogyasztás-bővülés mellett az import dinamikája kissé fékeződhet.

Bruttó állóeszköz felhasználás

A beruházások volumene 2004-ben 7,8%-kal, 2005 első negyedévében 6,8%-kal növekedett – ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások csupán 2,1%-kal bővültek. A vállalati beruházások dinamikusan nőttek 2004-ben, különösen az év középső részében; év vége felé a romló külpiaci konjunktúra éreztette hatását.

2005 első felében nem várható a vállalati beruházások erőteljes bővülése; ez legfeljebb a második félévben következhet be. A kapacitás-kihasználtság csökkenése és a vállalatvezetők körében készített felmérések eredményei is arra utalnak, hogy 2005-ben a beruházások növekedési üteme mérsékeltebb lesz.

A lakosság beruházásainak várható visszaesését jelzi a lakásépítések és a kiadott építési engedélyek számának csökkenése. Bár az év első három hónapjában a használatba vett lakások száma 6%-kal nőtt, ám a kiadott új lakásépítési engedélyek száma folyamatosan csökken; 2005 első negyedévében 6%-kal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Az építkezések visszaesése egyelőre Budapesten nem érezteti hatását, ám az ország többi részén igen. Bizonytalanság övezi a kormányzati szektor beruházásait. Bizonyos állami útépítések várhatóan idén kerülnek aktiválásra, így a 2005. évi felhalmozást növelik.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme becslésünk szerint 2005-ben 6% körül várható.



III. A monetáris kondíciók

Árfolyamok és hozamok

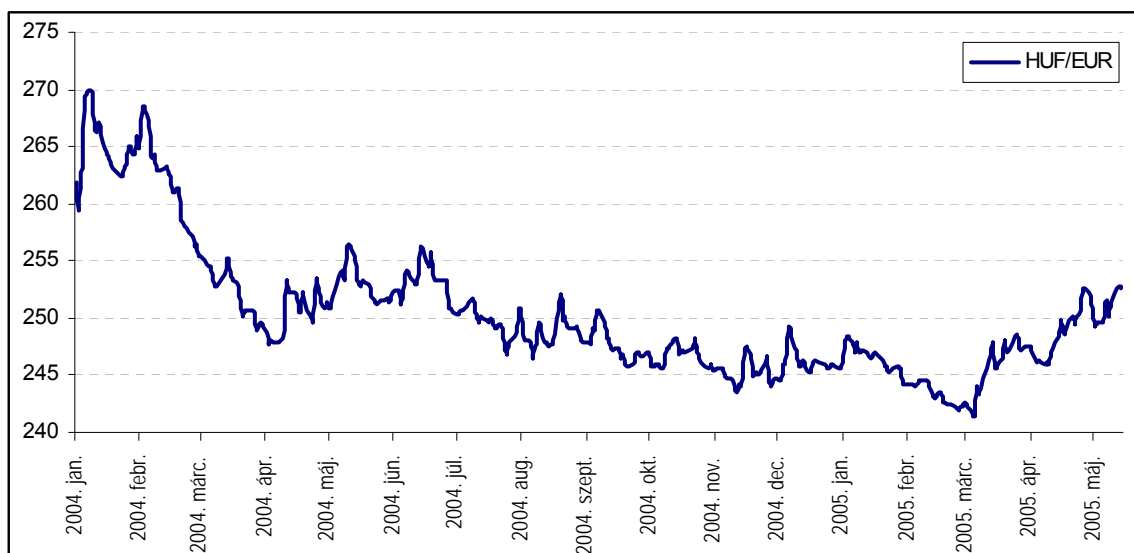
2004 negyedik negyedévében a forint árfolyama viszonylag stabilan alakult, alacsony volatilitás jellemezte. A kedvezőtlen makrogazdasági folyamatok hatására ugyanakkor az elvárt forinthozam-felárak nem mutattak csökkenést. A külföldiek forinteszközök iránti kereslete csökkent, amihez hozzájárulhatott a forint erős sávszéli alakulása, vagyis az árfolyamkockázat egyoldalúvá válása.

2005 elejétől jelentős változások történtek a hazai pénzügyi folyamatokban. A külföldi befektetők egész régióra vonatkozó megítélése javult, ami a régió valuta- és állampapír árfolyamaiban is tükröződött. Kivételt jelent Magyarország esete, ahol a vártnál gyorsabban csökkenő infláció ugyan a rövid lejáratú forinthozamokat gyorsan csökkentette, a hosszabb lejáratokon, vagyis ahol már tisztán a gazdaság szereplőinek várakozásai tükröződnek, nem történt ilyen változás. Ez jól mutatja a magyar gazdaság felzárkózási lehetőségeinek negatívabb megítélését a régió többi országához képest, illetve aggodalomra

adhat okot a dezinflációs folyamatok tartóságát illetően.

2005 elejétől árfolyam és hozamalakulás szempontjából két szakasz különíthető el: januártól március közepéig, illetve az azt követő szakasz. Az első időszakot a kedvező külföldi megítélés erősödése jellemezte, amit jól tükröz a markánsan erősödő forintárfolyam. Ezzel párhuzamosan növekedtek a külföldiek forinteszköz-vásárlásai, amit már nem fedeztek le olyan mértékben, mint korábban. A hozamgörbe inverzitása a rövid távú állampapír-vásárlások nyomán március közepéig csökkent. A rövid állampapír-piaci referenciahozamok mintegy 150 bázisponttal mérséklődtek az év eleji értékekhez képest, amivel párhuzamosan a jegybanki alapkamat 125 bázisponttal csökkent. A hozamok esését nem a monetáris politika megítélésének változása, hanem az év elején a vártnál fél százalékponttal alacsonyabb infláció tette lehetővé, amit jól mutat az, hogy a piac már az alapkamat-csökkentések előtt beárzta a termékeket.

2. grafikon – A forint árfolyamának alakulása az euróval szemben



A forinttal szembeni kedvező nemzetközi befektetői attitűd március közepén megváltozott. A kockázati prémium újból növekedésnek indult, a külföldi kockázat-vállalás csökkenését pedig a forintárfolyam gyengülése és az általuk tartott állampapír-piaci állomány csökkenése jellemezte. Ennek következményeként

mind a rövid, mind a hosszú távú hozamok felfelé mozdultak el, az utóbbiak kisebb mértékben. Ha a Reuters felmérését vesszük alapul, miszerint a piaci szereplők 2005 végére a forintárfolyam csupán igen kismértékű gyengülésére számítanak, akkor a vizsgált időszakban annak gyors



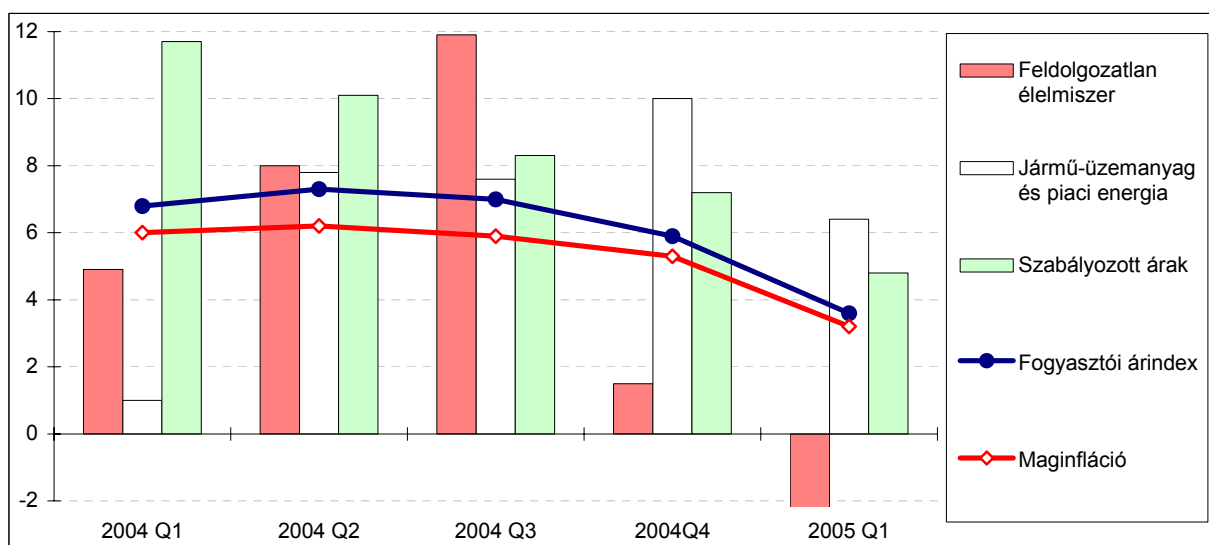
gyengüléséért (és a hozamok növekedéséért) leginkább a kockázati felárak jelentős változása volt felelős. A magyar gazdaság konvergenciájában nem bíznak a befektetők, így régiószintű összevetésében kedvezőtlen képet láthatunk a kockázati felárak alakulását tekintve.

Infláció

2004 közepe óta stabil deflációnak lehetünk szemtanúi. Az idei első negyedév korábbi

hasonló időszakához képest 3,6 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak. A 2005-re várható kedvező átlaginfláció a korábbi indirektadó-emelések bázisba való kerülésének, illetve az első negyedéves, nemcsak töretlen, hanem erősödő deflációs tendenciának is köszönhető. A konvergencia és euró-övezeti csatlakozás szempontjából fontos harmonizált fogyasztói árindex a tavalyi év utolsó negyedében szintén csökkenni kezdett (2005 elejére a 12 havi átlag 6 % körül volt).

3. grafikon – Inflációs mutatók, 2004/2005
(éves változás, %)



A defláció elsősorban a hosszabb átlagot tekintve stabilan alakuló forintárfolyamnak, illetve az erős importversenynek köszönhető. Ezen kívül új jelenség 2004 közepe óta a szolgáltatások árnövekedésének lassulása, amely háttérben az ezekre irányuló kereslet, illetve a szolgáltatásban dolgozók bérnövekedésének lassulása állnak. A keresleti tényezők és a bérköltség alakulása a közeljövőben is segíteni fogja, de legalább nem hátráltatja a deflációt. A feldolgozott élelmiszerek tekintetében szintén tartós inflációcsökkenés figyelhető meg. Az első negyedéves 1,8 százalékos drágulás 2003 óta a legalacsonyabb, s ez az európai uniós piaci verseny, költségoldalról pedig a kedvező termésadatok miatt kevésbé dráguló feldolgozatlan élelmiszereknek köszönhető. A inflációs várakozások valamennyi gazdasági szektorra jellemző mérséklődése szintén kedvezett a deflációs folyamatoknak.³ A maginfláció tartós lassulását az ezen

indexen kívüli termékek – alapvetően világpiacon események folytán bekövetkező – ár-emelkedése csak kisebb részben kompenzálta, s erre a lassulásra a továbbiakban is lehet számítani.

A 2005 eleji gyors inflációesésnek ugyanakkor volt számos ideiglenesen mutatkozó eleme is. Az első negyedévben a tartós és nem tartós iparcikkek árai egyaránt csökkenő tendenciát mutattak, köszönhetően a stabil árfolyamnak, az importverseny erősödésének és a kereskedelmi partnerországok piacán tapasztalható csökkentő inflációnak. A hatás a forint március közepe óta tartó gyengülésével eliminálódik. Valószínűleg ugyanilyen átmeneti jelenség az alkohol- és dohánytermékek utóbbi hónapokban tapasztalható áresése.

2004 eleje óta a nemzetközi piacokon jelentősen felgyorsult a nyersolaj drágulása. A

³ Mindazonáltal 2002 óta erősen szétnyílt az olló a várt és az érzékelt infláció között, ami ugyan 2004 elején záródott

valamennyit, de a különbség azóta viszonylag stabil, és lényegesen kedvezőtlenebb, mint a 2002 előtti helyzet.



magyar gazdaság esetében az üzemanyag-árakat tekintve ez tompítva jelent meg. Ennek oka a dollárhoz képest erősödő forint, illetve a magas adótartalom. Ugyanakkor a 2005 harmadik negyedévében tetőző olajár felfelé irányuló kockázatokat jelent az infláció alakulását tekintve.

Kiemelkedően fontos kockázati tényező a költségvetés helyzetének alakulása mind az addicionális kereslet, mind a deficit mértékét illetően. Az éves hiány alakulása szintén inflációt növelő kockázatokat jelent.



IV. Az államháztartás helyzete

Az idei évben nehéz pontos előrejelzést adni az államháztartási hiányról és szerkezetének alakulásáról. Egyrészt az államháztartási hiányt és szerkezetét befolyásolja az ÁFA és a helyi önkormányzatok eredményszemléletű egyenlegének elszámolása, ami hatással van a 2004-es és a 2005-ös egyenlegekre is. Az egyenleg-mutatókat az is befolyásolja, hogy miképpen teljesülnek az államháztartási körön kívül a beruházások növekedésével kapcsolatos kiadások, elsősorban az autópálya és egyéb PPP beruházások. A fiskális politika átláthatósága 2005-ben romlik, mert jelentős beruházások kerülnek ki a folyó tételek közül és finanszíroznak a költségvetésen kívül.

A hiánycél előrejelzését nehezíti, hogy a költségvetési számok nem teljesen megalapozott makrogazdasági feltételezések alapján lettek meghatározva, és így jelentős eltérés lehet a tervezett és a tényleges fiskális folyamatok között. A költségvetési tervekben szereplő magasabb infláció és GDP növekedés miatt a várhatónál magasabb nominális bevételpálya lett betervezve, a kiadások több eleménél a vártnál optimistább forgatókönyvvel számolt a kormányzat.

Az első 4 hónap alapján a hiánycél teljesülése nem látszik biztosítottnak és kiigazító lépések nélkül a tervezettet jelentősen meghaladó hiánnyal kell számolni. A korábbi évekhez hasonlóan már az év első hónapjaiban teljesül a hiánycél zöme, ami kedvezőtlen piaci várakozásokat szül. A fiskális politika számára probléma, hogy a 100 lépés program egyes elemeinek deficitet növelő hatása már 2005-ben érvényesül, bár teljes mértékben csak 2006-ban jelenik meg.

A tervezett hiány teljesülését több tényező veszélyezteti 2005-ben. Az egyik ilyen, hogy a 2004-es hiánymutatók a korábban vártnál is kedvezőtlenebbek lettek⁴, ami eleve rosszabb kiindulást jelent a költségvetés számára.

Továbbá, az egyedi tényezők (pl. a 13. havi bérkifizetés átcsúszása 2004-ről 2005-re)

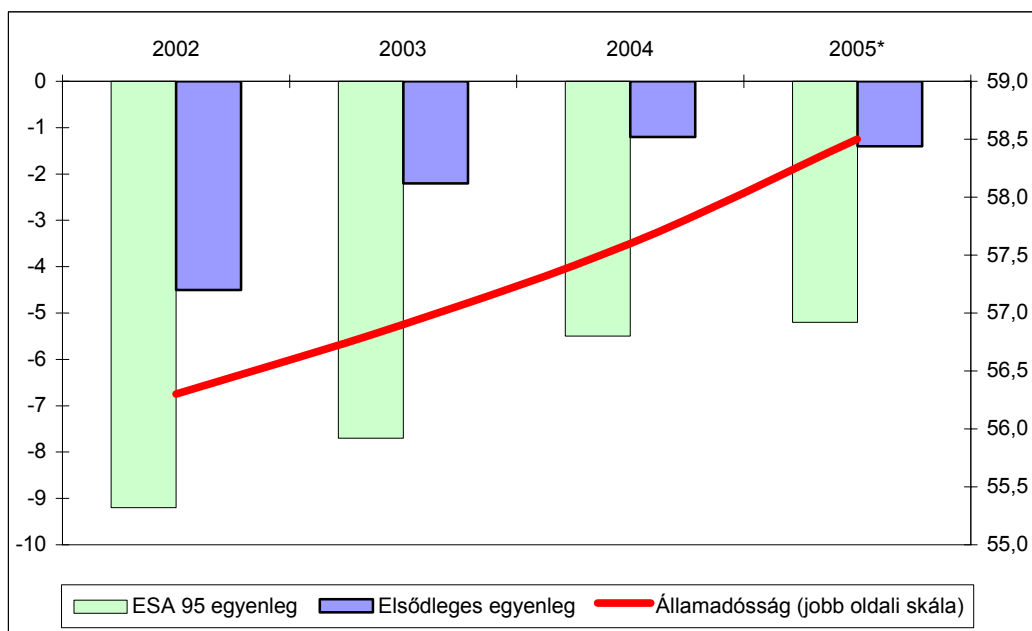
mellett az államháztartási egyenleget a makrogazdasági trendek is kedvezőtlenül érintik. Egyrészt, a gazdasági növekedés ütemének lassulása és szerkezetének változása (a lakossági fogyasztás lassuló növekedése) rontja a ciklikus hatásokat, mert mérsékli az államháztartás közvetett (ÁFA és fogyasztási adó) bevételeinek növekedését. A vártnál alacsonyabb infláció is inkább kedvezőtlen a költségvetés számára, mert lassítja az adóalap növekedését.

A hiánycélok teljesítését nehezíti, hogy a korábbi évek gyakorlatának megfelelően a nyíltvégű kiadások meghaladhatják a tervezettet. Az operatív programokkal kapcsolatos bizonytalanságok, teljesítésbeli késések mellett is problémát jelentek az államháztartás számára a kofinanszírozás és az EU-s kötelezettségek teljesítéséből eredő addicionális terhek. A kamatkidadások esetében a csökkenő forintkamatok változatlan devizakamatokkal társulnak, miközben a forintkamatoknál a csökkenés csak a rövid lejáratot érinti.

⁴ Sőt, még a jelenleg ismertnél is kedvezőtlenebb lehet a végleges 2004-es ESA hiány, ha figyelembe vesszük a helyi önkormányzatok egyenlegét is



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



A makrogazdasági folyamatok és az első négy hónap fiskális folyamatai azt mutatják, hogy a költségvetési deficitet nem lehet a korábban meghirdetett lépésekkel (elsősorban a 160 milliárd Ft-os keret zárolásával) kezelni, mert ezek nem elégségesek a várható egyenlegromlás kezeléséhez. A deficitcélok teljesüléséhez sokkal jelentősebb fiskális korrekcióra lenne szükség, aminek a valószínűsége csekély, ehelyett inkább elszámolási és egyéb technikákkal lehet a hiány túllépését mérsékelni.

A makrogazdasági folyamatok, a költségvetési politika mozgásterének korlátai miatt a nyugdíjreformmal korrigált költségvetési deficit, és a tervezett ESA 95-ös hiány nem látszik teljesíthetőnek. Az ESA 95-ös hiány GDP arányosan várhatóan 5,2% lesz a GDP arányosan 3,8%-os kamategyenleg mellett deficitese elsődleges egyenleg nyomán. Az ESA 95-ös deficit, valamint a kisebb reál GDP növekedés nyomán kissé növekszik az államadósság/GDP is, és az év végére 59% lehet.

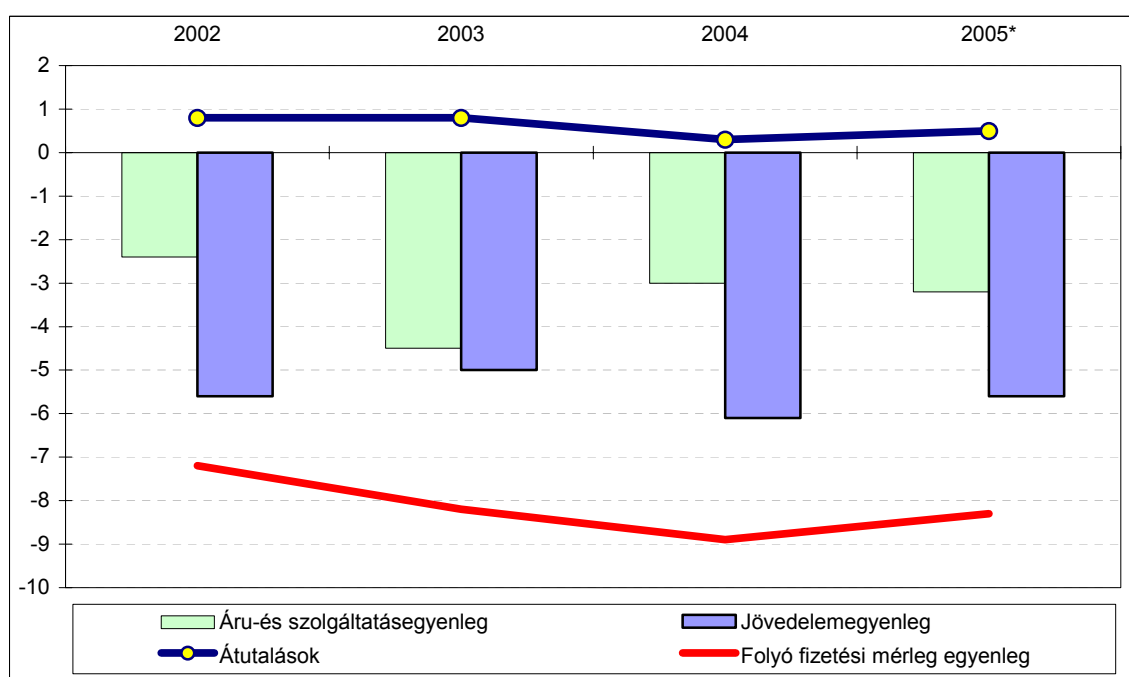


V. A külső egyensúly alakulása

A folyó fizetési mérleg hiánya tavaly tovább növekedett a 2003-as GDP arányos 8,5%-ról és megközelítette a GDP 9%-át. A magasabb hiány sajátos szerkezetben jött létre, mert az export és import növekedése között kialakuló túlgulóság nyomán a kereskedelmi mérleg hiánya tavaly csökkent 2003-hoz képest, ugyanakkor a jövedelemegyenleg deficitje növekedett. Miközben az export és import növekedése között 3 százalékpontos többlet mutatkozott az utóbbi javára 2003-ban, ez

tavaly 1,5 százalékpontos többletté változott az exportnál: így az erőteljes exportbővülés és az egyszeri importnövekedés (EU csatlakozás miatt készletre vett import egyszeri importként történő elszámolása) mellett a kereskedelmi mérleg deficit GDP arányos értéke 3% alá csökkent. A jövedelemegyenleg hiánya 2004-ben jelentősen növekedett, köszönhetően a magasabb profitrepatriálásnak, valamint a korábbinál magasabb kamatfelár miatt növekvő adósságszolgálati terheknek.

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



A 2005 első hónapjaiban látható tendencia alapján idén azzal lehet számolni, hogy csökkenő dinamika mellett megmarad az export és import növekedése közötti 1,5-2 százalékpontos pozitív rés. Az export és import növekedésének ütemét több tényező fékezi 2005-ben. Az exportnál a fő korlátozó tényező az EU-15 növekedésének lassulása, a tavalyi EU csatlakozásból eredő kereskedelem-bővülés hatásának elmaradása, a tavalyihoz képest előreláthatólag mérséklődő kereskedelmi dinamika az új tagállamok/CEFTA államokban, amit nem ellensúlyoz⁵ a tavalyinál gyengébb nominális árfolyam.

Ugyanakkor a tavalyi közel 14 százalékos növekedést követően az import növekedése is mérséklődik az alacsonyabb vállalati beruházások, a mérséklődő ütemben bővülő lakossági fogyasztás, valamint a csatlakozás verseny- és kereskedelemteremtő hatásának gyengülése miatt. Összességében az első negyedév adatai azt sugallják, hogy az export növekedése 2005-ben 8%-os, míg az import bővülése 6,5%-os, és a nettó export hozzájárulása a növekedéshez pozitív lesz. A kereskedelmi mérleg hiánya a tavalyi 3%-os szinttel szemben idén GDP arányosan 2,5% lehet.

A tavalyinál kisebb lehet idén a jövedelemegyenleg deficitje, köszönhetően annak, hogy kisebbek lesznek a repatriált jövedelmek és a változatlanul jelentős

⁵ Erről részletesebben lásd a külön elemzést az előrejelzés végén.



kamatfelár ellenére megáll a kamatkidások növekedése. A jövedelemegyenleg 2005-ben GDP arányosan 6% körüli deficitet mutat majd. Ugyanakkor a tavalyihoz képest bővülő EU transzferek eredményeképpen kissé növekszik a viszonzatlan átutalások többlete és eléri a GDP fél százalékát. Ennek eredményeképpen 2005-ben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 8,3% lehet.

A folyó fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete tavaly javuló volt: csökkent az adóssággeneráló finanszírozás, miközben jelentősen bővült az FDI szerepe és a hitelintézetek forrásbevonása. Ugyanakkor változatlan az államadósság növekedése és ezáltal az államháztartási deficit külföldiek állampapír-vásárlásán keresztül történő szerepe a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásában. A tavalyi 3,5 milliárd eurót elérő közvetlen tőkebefektetéseket követően várhatóan idén is ekkora 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.

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.

A finanszírozás fentebb leírt szerkezetű változásának számos hatása van a makrogazdasági folyamatokra. Egyrészt, várhatóan növekednek a jegybanki tartalékok, de ezzel párhuzamosan a bruttó devizaadósság is. Másrészt, a magas folyó fizetési mérleg és államháztartási deficit növekvő kockázatokat rejt magában, amit a magyar szuverén adósság leminősítése is mutat. A folyó fizetési mérleg hiány és finanszírozása számos kockázatot rejt magában. A folyó fizetési mérleg hiány és a külföldi megtakarítási többlet mögött az államháztartás jelentős finanszírozási szükséglete és a magánszektor változatlan nettó megtakarítói pozíciója állnak.



VI. Munkaerőpiac

Február-áprilisban az aktivitási ráta 64,4% volt a munkavállalási korúak körében. A munkanélküliek száma 300 ezer fő volt, 50 ezerrel több az egy évvel ezelőttinél – így a munkanélküliségi ráta 7,2%-ra növekedett. A költségvetési szférában 2005 elején folytatódott a létszámcsökkenés⁶, míg a versenyszférában 2005 márciusában gyakorlatilag megegyezett a foglalkoztatás az előző évvel. Ugyanakkor a ledolgozott órák száma alapján a külpiazi folyamatokra érzékenyebb feldolgozóipar foglalkoztatása csökkent 2004-ben, míg a piaci szolgáltatásoké növekedett. Az ipari foglalkoztatás alakulásában szerepet játszik a textilipar folyamatos leépülése, valamint a felhasznált munkaerőt tőkével helyettesítő beruházások is.

2005-ben várhatóan nem nő a foglalkoztatás az állami leépítések folytatódása és a gyenge külpiazi konjunktúra következtében. Kérdés, hogy a szolgáltatások körében mennyi új munkahely tudja majd ellensúlyozni e hatásokat.

A bruttó nominális bérek a versenyszférában 2005 első negyedévében 6,5%-kal haladták meg az egy évvel korábbi értéket, míg a rendszeres keresetek 6,9%-kal nőttek. A költségvetési szféra adatait torzítja, hogy a jutalom és a 13. havi bér kifizetésére idén januárban került sor. A rendszeres keresetek növekedése a költségvetési szférában 7,4%-os volt 2005 márciusában – így a nemzetgazdasági szintű növekmény 7%. A nettó keresetek 8,1%-kal nőttek a gazdaságban, ami a vártnál alacsonyabb infláció mellett jelentős, 4,4%-os reálbér-emelkedést jelent. 2005-ben a mérsékelt munkakereslet mellett a munkavállalók bértárgyalási pozíciói kedvezőtlenebbek, továbbá az ideai vártnál alacsonyabb infláció is enyhíti a nominális béremelkedésre való nyomást, ezért a béremelkedések üteme mérsékelt marad. Ez fékezi majd az év elején tapasztalt dinamikát a reálbérekben, melyek éves növekedése így 3,5% körülire tehető.

⁶ Idén márciusban 1,4%-kal kevesebb embert alkalmaztak, mint egy éve.



VII. A gazdaságpolitikai kihívások

Az első öt hónap folyamatai alapján makrogazdasági síkon három jelentős kihívással kell szembenéznie a gazdaságpolitikának 2005-ben. Ezek közül a legjelentősebb az államháztartási hiány további növekedésének megakadályozása, a terveket jelentősen meghaladó hiány elkerülése. Az első öt hónap fiskális folyamatai azt jelzik, hogy az egész évre tervezett hiány hamarosan teljesül, és nem látszanak olyan folyamatok, amelyek ezt megfordítanák.

A korábban bejelentett lépések nem elégségesek a hiány növekedésének megakadályozására, kiadások csökkentése jelentősebb és időigényes szerkezeti reformok nélkül már nehezen megvalósítható, és a bevételek növelésére az egykulcsos adótervek megvalósításával sem volna gyorsan lehetőség. Mivel a makrogazdasági folyamatok (lassuló növekedés, alacsony infláció, növekvő országgockázati prémium) az államháztartási egyensúly javítása ellen hatnak, rendkívül szűk mozgástere maradt a fiskális politikának a deficitcélok jelentős túllépésének megakadályozására. Ugyanakkor a hiányt csökkenteni kell, mert a célok ismételt túllépése mind a konvergencia program, mind a piaci befektetők várakozásainak alakulása szempontjából káros lenne, a fiskális politika hitelességét tovább csökkentené. Ezt elkerülendő, az év harmadik negyedévében számottevő fiskális korrekcióra is rákényszerülhet a kormányzat.

A másik fontos kihívás a monetáris politikát érinti, mert a monetáris döntéshozók kettős szorításba kerültek. Egyfelől a kedvező infláció és mérséklődő maginfláció, a romló konjunkturális körülmények mellett csökkenő inflációs veszélyek teret engednének további

kamatcsökkentésnek. Másfelől az államháztartás túlköltekezése, a folyó fizetési mérleg hiány magas szintje, a hazai forintadósság leminősítése, a várakozások alapján valószínűsíthető dollár-kamatemelés és ennek nyomán a feltörekvő gazdaságok kockázati felárának ismételt emelkedése óvatos kamatpolitikát kíván meg a jegybanktól. Az ambiciózus kamatcsökkenés mellett jelentősen növekedne a forinttal szembeni spekulatív nyomás és ez az árfolyam inflációs célokkal konzisztens mértéket meghaladó mértékű gyengülését eredményezné. A jegybanknak így rendkívül óvatos, és a teljes makrogazdasági képet értékelő kamatpolitikát kell folytatnia, elkerülve a túlzottan gyors kamatcsökkentést követően esetleges újbóli kamatemelést, mert ez sem a makrogazdasági folyamatokra, sem a piaci szereplők várakozásaira, sem a jegybank hitelességére nem lenne kedvező hatással.

A harmadik gazdaságpolitikai kihívás a vártnál kedvezőbb inflációs folyamatokhoz történő alkalmazkodás: a monetáris politikai dilemmák mellett ez a jövedelempolitika és a bérkiáramlás szempontjából teremt kérdéseket. Az erőteljesebb dezinfláció nyomán a nominális bérnövekedés (amely a korábbi évekkel ellentétben idén már inkább a várható infláció alakulását vette figyelembe) jelentősebb reálbér-növekedést eredményez. Ez a termelékenység alakulásától függően ronthatja a hazai termelők versenyképességét, különösen a meghatározó piacokon lassabban bővülő importkereslet mellett. A tervezett meghaladó reálbér-növekedés ezért okozhat rövid-távú költség-versenyképességi nehézségeket és befolyásolja a folyó fizetési mérleg hiány alakulását is.



Melléklet

A reálárfolyam felértékelődés és exportnövekedés kapcsolata

Az elmúlt időszak makrogazdasági folyamatai közül külön elemzést érdemel a reálárfolyam és az export növekedése közötti kapcsolat. Annak ellenére, hogy 2004-ben a forint jelentős nominális és reál effektív felértékelődése következett be, a hazai export 2004-ben 15 százalékkal bővült, szemben a 2002-2003-as átlagos 6 százalékos növekedéssel, és 2005-ben is jelentős exportnövekedéssel lehet számolni. Az exportnövekedés a piaci részesedés bővülését eredményezte az EU-15-ök piacán, bár ennek üteme elmaradt a többi közép-európai gazdaság (elsősorban Lengyelország és Szlovákia) részesedésének növekedésétől.

Az export növekedése az ár- és bérversenyképességi mutatók romlásával párhuzamosan következett be. Mind a fogyasztói árindex alapú reál effektív árfolyam, mind az egység munkaerőköltség alapú reál árfolyamindex közel tíz százalékkal értékelődött fel 2004-ben. A gyors exportnövekedés és a reálárfolyam felértékelődés kapcsolata azt támasztja alá, hogy csekély az árfolyam változásának és szintjének a hatása az exportra, különösen rövidtávon.

Mi lehet ennek az oka és milyen egyéb tényezők játszottak szerepet az export elmúlt időszakban megfigyelt látványos növekedésében? A nominális árfolyam, illetve az ár- és költség-versenyképesség mellett több tényező is hatott az export alakulására. Egyrészt, az export bővülésében szerepet játszott az EU-hoz történő csatlakozás egyszeri exportot bővítő hatása. Annak ellenére, hogy a hazai külkereskedelem 75-80 százalékát adó EU-15 ország-csoporttal lebonyolított kereskedelem zöme már a csatlakozást megelőzően is liberalizált volt, a csatlakozás nyomán további korlátozások is megszűntek, ami lehetőséget adott az EU-

bővítés kereskedelmet dinamizáló hatásának érvényesülésére.⁷

Az export látványos bővülésében az is szerepet játszott, hogy a csatlakozást követően jelentősen dinamizálódott a volt CEFTA - jelenleg már részben EU-25 - államok közötti kereskedelem. Ennek egyik oka a régió gazdaságainak gyors növekedése és a belső kereslet felfutása, ami jelentős importnövekedést eredményezett. Az EU-s tagság ezen országok bilaterális kereskedelmében – hasonlóan az EU-15 tagállamokkal lebonyolított kereskedelemhez - az exportot serkentő hatásokat eredményezett, ami tükröződik a kétoldalú kereskedelem növekedésében.

Az export növekedése a nominális és reálárfolyam felértékelődés mellett azt is jelzi, hogy a hazai export meglehetősen reálárfolyam-érzékeny. Ennek egyik oka a hazai export szerkezete, amelyben meghatározó a belső elszámoló-árakat alkalmazó és ezáltal a reálárfolyam változásokra kevésbé reagáló multinacionális cégek részesedése. Másrészt a hazai export termékszerkezete olyan, hogy egyes ágazatok (pl. a munkaerő intenzív iparágak) leszámítva döntő hányada az árfolyam változására kevésbé reagáló ágazatokból származik.

Végezetül, a dinamikus exportnövekedésben szerepet játszhatott az is, hogy relatíve javult a hazai termelők versenyképessége a fő importőr piacok termelőivel szemben. A hazai export meghatározó hányada jut olyan gazdaságokba (Németország, Ausztria és Olaszország), amelyekben a termelékenység növekedése, az egység munkaerőköltségek alakulása kedvezőtlen volt az elmúlt években, köszönhetően a szerkezeti problémáknak. A hazai termelők piacszerzését segítette, hogy

⁷ Ezt jelzi az is, hogy a többi újonnan csatlakozott ország esetében is jelentősen, sőt a közép-európai államoknál a hazait meghaladó mértékben bővült az EU-15 államokba irányuló, illetve a teljes export.



miközben más régiókból fokozódó versennyel kell(ett) szembenézniük, nem kis mértékben az euró felértékelődésének hatásai miatt⁸, az importőr gazdaságok termelői számos ágazatban piacot veszítettek, amelyeket a hazai exportőrök ki tudtak használni.

Összességében ezek a tényezők játszottak szerepet abban, hogy a forint reál-felértékelődése ellenére az elmúlt 4-5 negyedévben dinamikus volt a hazai export növekedése. A múlt és az exportot alakító tényezők alapján néhány gondolatot meg lehet fogalmazni az export jövőbeli alakulását illetően.

1. Az exportdinamikát mérsékli, hogy idén és a következő években már nem lehet számítani az EU-csatlakozásból eredő növekedési többletre: a csatlakozás részben egyszeri állomány-alkalmazkodást jelentett az exportban.
2. Ha az export zöme nem árfolyam érzékeny, a forint esetleges gyengülése sem fog jelentős exportnövekedést és versenyképesség javulást eredményezni. Annak ellenére, hogy az export árfolyam-érzékenysége eltérő a leértékelődő és erősödő valutával szemben, a forint gyengülése csak egyes részpiacokon jelenthet előnyt a hazai termelőknek, a teljes export növekedését érdemben nem befolyásolja.⁹
3. A hazai export növekedésének dinamikája lassulhat abban az esetben, ha mérséklődik az új tagállamok (NMS-8)¹⁰ és a CEFTA országok importjának növekedési üteme, amire 2005-ben reális esély van, tekintettel a korábbinál szigorúbb jövedelem- és fiskális politikákra. Ugyanakkor 2005-ben az euró-

övezet importkeresletének növekedése is mérsékelt marad, ami az export növekedési ütem lassulását vetíti előre.

Milyen következtetések adódnak a múltbeli folyamatok elemzése, illetve a várható exportdinamikák vizsgálta alapján? Egyrészt a magyar export nem vagy csak kis mértékben árfolyam érzékeny. Vannak olyan ágazatok, piaci szegmensek, ahol a nominális árfolyam alakulása jelentősen befolyásolja az export jövedelmezőségét és az exportőrök ár- és költség-versenyképességét, de ezek részesedése a hazai exporton belül csekély. Az export zöme csekély mértékben reagál az árfolyam fluktuációjára (a jelentősebb kilengéseket leszámítva), mert forrása a belső elszámoló árakat alkalmazó multinacionális cégek kivitele. Exportjuk alakulására az árfolyamon túlmenően sokkal erőteljesebb hatást gyakorol a bér- és egyéb termelési költségek, a versenyképesség nem ártényezőinek változása, mint az árfolyam alakulása.

Másrészt ennek megfelelően az exportőrök, illetve tágabb értelemben az importőrökkel is versenyző kereskedelemben kerülő javakat előállító termelők versenyképességének növelésére elsősorban indirekt eszközökkel van lehetőség. A gazdaságpolitika elsősorban a termelékenység növekedésével összhangban lévő jövedelempolitikával, a túlzott árfolyam-instabilitást eredményező fegyelmetlen fiskális politika elkerülésével, a hazai termelők alkalmazkodási kényszerét erősítő deregulációval, a kompetitív piaci környezet kialakításával, a befektetések ösztönzésével járulhat elsősorban hozzá a kereskedelemben kerülő javakat előállító termelők versenyképességéhez.

⁸ Ennek egyik haszonélvezői a hazai exportőrök számára számos részpiacon legerőteljesebb vetélytársaként megjelenő ázsiai exportőrök. Az ő valutáik árfolyama elsősorban a dollárral szemben stabil és a dollár gyengülése jelentős versenyképességi előnyt biztosított számukra az euró-övezettel, illetve az euróval szemben stabil vagy felértékelődő árfolyamot fenntartó országok termelőivel szemben.

⁹ Ezt az újonnan csatlakozott országok tapasztalatai is alátámasztják, ahol az elmúlt 3-4 évben sem a balti, sem a közép-európai államok esetében nem lehetett egyértelmű kapcsolatot kimutatni az export növekedése és a reálárfolyam alakulása között: az exportdinamikát számos, az árfolyamon kívül eső tényező befolyásolta rendkívül erőteljesen.

¹⁰ Az új tagállamok, Ciprus és Málta kivételével



