



International Center for Economic Growth  
Európai Központ

# *Vélemény* Nr. 11

**GÁSPÁR PÁL:**

**KÉRDŐJELEK ÉS BIZONYTALANSÁGOK A 2004-ES  
MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKBAN**

**2003. NOVEMBER**

## TARTALOMJEGYZÉK

<i>Bevezetés</i>	<i>3</i>
<i>I. Bizonytalan külső konjunktúra és növekedési hatásai</i>	<i>3</i>
<i>II. A költségvetési korrekció mértéke és eredményessége</i>	<i>5</i>
<i>III. Az államadósság változása</i>	<i>6</i>
<i>IV. Az infláció megugrásának időbeli lefutása</i>	<i>6</i>
<i>V. A bérinfláció és a keresleti hatás mérséklődése</i>	<i>7</i>
<i>VI. A folyó fizetési mérleg hiány és finanszírozásának fenntarthatósága</i>	<i>8</i>
<i>VII. A forint árfolyama</i>	<i>9</i>
<i>VIII. A monetáris és fiskális politika közötti összhang hiánya</i>	<i>10</i>

## **BEVEZETÉS**

Ez a rövid elemzés nem kíván számszerű prognózist adni a 2004-es folyamatokkal kapcsolatos várakozásainkat illetően, hanem röviden áttekinti azokat a folyamatokat és tényezőket, amelyek bizonytalanságot és egyben lehetséges veszélyeket hordoznak magukban, és amelyre a gazdaságpolitikának és a gazdasági szereplőknek egyaránt tekintettel kell lenniük.

### **I. BIZONYTALAN KÜLSŐ KONJUNKTÚRA ÉS NÖVEKEDÉSI HATÁSAI**

Az elmúlt években tovább erősödött a hazai növekedés függése a külső konjunktúrától, köszönhetően a gazdaság kiugróan magas exportorientáltságának, valamint a hazai és az Euró-zóna (ezen belül a német) üzleti ciklusok növekvő korrelációjának. A magyar gazdaság növekedése meghatározó mértékben függ a külső, ezen belül az Euró-övezetből eredő keresleti hatástól. Annak ellenére, hogy a legújabb előrejelzések és elemzések kedvezőbb konjunktúrával számolnak, a hazai növekedéssel kapcsolatosan több bizonytalansági tényezőre is figyelni kell.

Így bizonytalanságot okoz, hogy a 2004-re várt fellendülés elsősorban az USA-ban és az ázsiai államokban lesz jelentős, és az előrejelzések a korábban vártnál kisebb növekedéssel számolnak az Euró-övezeten belül. Az IMF 2004-re az USA-ban 3,9%-os, az újonnan iparosodó ázsiai államokban 4,2%-os növekedést jósol szemben az Euró-övezet 1,9%-os és Németország 1,5%-os és jelentős bizonytalanságot tartalmazó előrejelzésével. Az Európai Bizottság szerint az euró-övezet növekedése jövőre az idej 0,4%-ról 1,8%-ra gyorsul szemben az USA 3,8%-os várt növekedésével.

A magyar gazdaság számára alkalmazkodási kényszert jelent, hogy a kedvezőbb konjunkturális feltételek mellett is az Euró-övezet és ezen belül Németország növekedési kilátásai tartósan kedvezőtlenek. Egyrészt az államháztartási hiány magas szintje nem teszi lehetővé az automatikus stabilizátorok érvényesülése mellett a keresletbővítő költségvetési politika alkalmazását: az Euró-övezet átlagos GDP arányos államháztartási hiánya 2003-ban megközelíti a maastrichti 3%-os referencia szintet (várhatóan 2,7% lesz), míg Németországé és Franciaországé közel 1 százalékponttal meghaladja. A romló egyensúlyi mutatók és a szerkezeti problémák (öregedő társadalom, jelenlegi szerkezetükben finanszírozhatatlan egészségügyi rendszerek és jóléti szolgáltatások) tartósan komoly költségvetési kiigazítást igényelnek.

A fiskális kiigazítás negatív keresleti hatásai mellett sem a belföldi, sem a külső magánszektor generálta kereslet nem bővül dinamikusán. A külső keresletet a főbb kereskedelmi partnerek növekedése mellett az erős (és egyes előrejelzések szerint tovább erősödő) Euró mérsékli, míg a lakossági fogyasztás és a vállalati beruházások növekedését a kedvezőtlen várakozások fogják vissza.

A ciklikus tényezők mellett az európai térség növekedését elsősorban kínálati, szerkezeti tényezők gátolják. Ezt jól mutatja, hogy azon gazdaságok, ahol az elmúlt években alapvető szerkezeti reformokat hajtottak végre (Nagy-Britannia, Spanyolország, Hollandia, Finnország) az európai átlagnál gyorsabban növekednek, miközben a reformok elodázása a „magállamok” (Németország, Olaszország és kisebb mértékben Franciaország) növekedését negatívan befolyásolja.

Az enyhén javuló globális kondíciók közepette 2004-ben sem számolhatunk azzal, hogy a magyar export 75%-át felszívó EU növekedési kilátásai látványosan javulnának, sőt az előrejelzések a prognózisok kockázatára hívják fel a figyelmet. Így nem lehet számolni az ideihez képest sokkal kedvezőbb keresleti feltételekre.

A külső kereslet mérsékelt növekedése mellett figyelembe kell azt is venni, hogy kérdéses, hogy a lassan bővülő európai piacokon belül a hazai vagy a főbb vetélytársak piaci részesedése fog növekedni, vagyis mennyire képes a hazai gazdaság kihasználni a kissé kedvezőbb konjunkturális feltételeket. Az elmúlt 3 évben a hazai exportőrök ár- és különösen költség-versenyképessége jelentősen romlott: ez megmutatkozott abban, hogy a 2000-ig tartó növekedését követően csökkent a hazai exportőrök részesedése az EU teljes, a közép-európából származó illetve teljes gépipari importján belül.

Figyelembe véve az export 2003-ban várható növekedési ütemét a közép-európai országokban, valamint a termelékenység és reálberek növekedése között változatlanul fennálló magas rést, a hazai exportőrök versenyképessége nem javul 2003-ban. Így várhatóan 2004-ben is fennmarad az idén megfigyelt növekedési rés a hazai és közép-európai exportnövekedési dinamikák között, ami mérsékli a külső kereslet növekedésének tovaryűrűzését a hazai gazdaságra.

## **II. A KÖLTSÉGVETÉSI KORREKCIÓ MÉRTÉKE ÉS EREDMÉNYESSÉGE**

A növekedés mellett a másik bizonytalansági tényező 2004-ben a költségvetési politika jellege és a ténylegesen várható államháztartási korrekció mértéke. A költségvetési korrekció problémáival, a kiigazítás hiányosságaival egy korábbi ICEG Európai Központ tanulmány (A magyar beteg, [www.icegec.hu](http://www.icegec.hu)) már foglalkozott, ezért itt csak azzal foglalkozunk röviden, hogy megvalósul-e a tervezett költségvetési korrekció és az államháztartás hiánya a GDP 3,8%-ra mérséklődik-e jövőre. A benyújtott költségvetési terv, valamint az ideai költségvetési és makrogazdasági folyamatok abba az irányba mutatnak, hogy a hiány mértéke vélhetően meghaladja ezt a szintet. Több tényező is ebbe az irányba mutat:

- a 2003-ra várható hiány mértéke meghaladja a terveket és a kiindulás ezért kedvezőtlenebb lesz a törvényben foglaltaknál,
- a bevételek egy része – ahogy azt az ÁSZ közelmúltban nyilvánosságra került jelentése is mutatja – túl van tervezve és ezt még a tervezettnél magasabb infláció sem kompenzálja,
- lassú a nemzetgazdasági és államigazgatáson belüli bérek növekedésének mérséklődése és erőteljes az ideai növekedés áthúzó hatása a teljes államháztartáson belül,
- kérdéses, hogy a tervezett számok mennyire veszik figyelembe az EU csatlakozás teljes nettó hatását az államháztartási egyenlegre, mennyire tartalmazzak az adatok az első évben várhatónál kedvezőbb számokat,
- a létszámcsökkentés elkerülhetetlen és szükséges lépés, de 2004-ben vélhetően jelentős megtakarítást nem eredményeznek.

A benyújtott költségvetéssel kapcsolatos bizonytalanságok miatt kérdéses, hogy 2004-re az államháztartás hiánya 3,8%-ra mérséklődik: sokkal inkább valószínű, hogy a hiány GDP arányosan 4,5% körül alakul majd. A magasabb ideai és 2004-es deficit nyomán vélhetően nem fog a tervvel összhangban csökkenni az államháztartás keresleti hatása és javulni nettó megtakarítói pozíciója. Így a vállalatok növekvő beruházása és a lakosság csökkenő megtakarítása mellett növekedhet a folyó fizetési mérleg hiánya.

A magasabb hiány mellett nehezebb lesz megteremteni a monetáris és fiskális politika összhangját. A megbomlott összhangból eredő növekedési, kamat- és egyéb költségeket jól lehetett látni 2003 első felében. Ha nem lesz megfelelő mértékű a költségvetési kiigazítás, akkor nagyobb lesz az árfolyam- és a kamatok volatilitása, annak növekedésre és a várakozásokra gyakorolt kedvezőtlen hatásával együtt.

### **III. AZ ÁLLAMADÓSSÁG VÁLTOZÁSA**

A magasabb államháztartási hiány mellett 2003-ban és 2004-ben is növekszik az államadósság/GDP mutató értéke. A növekvő adósságnak két forrása van. Egyrészt 2003-ban és vélhetően 2004-ben is az elsődleges egyenleg deficitese lesz, ami közvetlenül növeli az adósságmutatót. Másrészt 2004-ben az államadósság után fizetett reálkamatok és a gazdaság növekedése közötti rés pozitív lesz és ez közvetve a magasabb kamatkidadásokon keresztül növeli a relatív adósságmutatót.

Az államadósság alakulására már nem hatnak az állami vagyon értékesítéséből származó bevételek, mert ezek minimálisra csökkentek és a fennmaradó bevételeket sem az adósság mérséklésére, hanem a tőkekiadások fedezésére használják fel. Miközben az államadósságot mérséklő tőkebevételek megszűnnek, addig az állam által felvállalt garanciák, kötelezettségek, illetve a veszteségesen működő állami vállalatok kötelezettségeinek (MÁV, stb.) átvállalása az adósság abszolút és relatív értékét is növeli. Az adósság alakulásával kapcsolatosan két bizonytalanság van: mikorra érhető el egy olyan elsődleges egyenleg, amely lehetővé teszi az adósság/GDP csökkenését és milyen ütemben lehet ezt követően a mutatót mérsékelni.

### **IV. AZ INFLÁCIÓ MEGUGRÁSÁNAK IDŐBELI LEFUTÁSA**

Az infláció 2003-ban első felében megfigyelt mérséklődését követően májustól ismételten enyhén gyorsul és év végére meghaladja a maximum 4,5%-os jegybanki célt. A 2004-es infláció tovább gyorsul, köszönhetően az ÁFA kulcsok változásának, a hatósági áras termékek árai emelésének. Mindezek eredményeképpen az átlagos infláció 6,5%, az év végi 6% körül várható, meghaladva a 2004-re kitűzött inflációs célokat. Miközben az intézkedések nyomán várhatóan az infláció csak átmenetileg gyorsul néhány olyan tényezőre is fel kell hívni a figyelmet, ami okozhat bizonytalanságot az átmeneti áremelkedés időbeli lefutásában és mértékében.

Az egyik ilyen tényező az adóemelések tovaryűrűző hatása: az ÁFA kulcsok emelésének közvetlen árszínvonal-növelő hatása mellett lehet közvetett, másodlagos hatása is, amely a bérek és inflációs várakozások növekedésén keresztül hat az inflációra. Az adóemelések tovaryűrűző hatása mellett a másik bizonytalanságot okozó tényező az árfolyam alakulása. A nagy kérdés az, hogy a Forint árfolyama a mostani és a jegybank által az inflációs célok szempontjából kívánatosnak tartott szinten marad-e, vagy a magas folyó fizetési mérleg hiány, illetve egy jövő évi esetleges kamatcsökkentés nyomán nem értékelődik-e le. Mivel az árfolyamcsatorna hatása erőteljes, ezért a Forint gyengülése felfelé módosíthatja az inflációt, bár a leértékelés begyűrűzése nem lineáris, illetve függ a gyengülés mértékétől, a gazdaság ciklikus pozíciójától is.

Végezetül a jövő évi infláció alakulásában bizonytalansági tényező a bérek és a belföldi aggregát kereslet alakulása: a 2003-as folyamatok arra mutatnak rá, hogy lassú a bérek alkalmazkodása (még a magánszektorban is), erőteljesek a jövedelemnövelési várakozások és a belföldi keresletre egyéb, a bérek és jövedelmek alakulása szempontjából exogén tényezők (lakossági megtakarítási hajlandóság csökkenése, fogyasztási hitelek növekedése, stb.) hatnak.

## **V. A BÉRINFLÁCIÓ ÉS A KERESLETI HATÁS MÉRSÉKLŐDÉSE**

A bérek növekedése az elmúlt 3 évben messze meghaladta a termelékenység növekedése és a gazdaság ciklikus helyzete, illetve egyensúlyi feltételei által lehetővé tett mértéket. A bérnövekedés dinamikája meghatározó szerepet játszott a termelékenység lassuló ütemű növekedésével együtt a költség-versenyképesség drámai romlásában, az exportértékesítés jövedelmezőségének csökkenésében, valamint a hazai kereslet növelésében. Annak ellenére, hogy 2003-ra a bérnövekedés mérséklődése lett célul kitűzve, illetve a vállalatok versenyképességének romlása erőteljes korlátot szabott a bérek emelkedésének, idén is jelentős reálbér-növekedés valósul meg, amely messze meghaladja a munkatermelékenység növekedését.

A bérek alakulása 2003-ban jól mutatja, hogy lassú a nominális bérek alkalmazkodása és rendkívül időigényes amíg – különösen az állami szektorban generált – a bérnövekedés hatásai visszaszorulnak. A bérek növekedése mögött több tényező mutatható ki: a felerősödő inflációs várakozásoké, a 2002-ben és 2003-ban az állami szektorban megvalósított béremelések erőteljes demonstratív hatása, az alacsony átlagos munkanélküliség, amely egyes régiókban és ágazatokban teljes foglalkoztatottsággal, sőt munkaerőhiánnyal társul. Továbbá úgy tűnik, hogy a szociális partnerek egymás iránti bizalma és a gazdaságpolitika hitelessége is csökkent köszönhetően az elmúlt időszak ellentmondásos gazdaságpolitikájának.

A 2004-re született ajánlások mellett is maradnak kétségek abban a tekintetben, hogy a bérek növekedése 2004-ben a kívánt mértékű lesz-e. A nominális bérek növekedését kétségtelenül mérsékli az államigazgatásban tervezett elbocsátások, az állami szektorban várható bérnövekedés visszafogása, valamint a vállalati szektor alacsony jövedelmezősége. Ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy a gyorsuló infláció, az átfogó társadalmi-gazdasági megállapodás hiánya, egyes ágazatokban az EU-csatlakozás mögé bujtatott bérnövelési igények a moderált bérnövekedés ellen hatnak. Az infláció, az államháztartás kiadásai és a költség-versenyképesség alakulása szempontjából egyaránt bizonytalansági tényező, hogy a bérnövekedés lassulása milyen mértékű és időbeli lefutású lesz 2004-ben.

A bérek lassuló ütemű növekedése mellett a makrogazdasági egyensúly alakulása szempontjából addicionális nehézség, hogy a lakosság fogyasztási kereslete a bérek esetleges lassuló növekedése mellett is növekszik. Ebben szerepet játszik a megtakarítási hajlandóság csökkenése, a lakossági hitelezés felfutása és a fejlett országokkal összehasonlítva sokkal alacsonyabb eladósodottság növelésének és a fogyasztás időbeli kisimításának szándéka is.

## **VI. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNY ÉS FINANSZÍROZÁSÁNAK FENNTARTHATÓSÁGA**

Idén is folytatódik a folyó fizetési mérleg hiány növekedése és 2003-ban a hiány GDP arányosan meghaladhatja a 6%-ot, és közel kétszerese lehet a 2001-es értéknek. A növekedés mögött elsősorban az import exportot kétszeresen meghaladó növekedése, valamint a szolgáltatási egyenleg erőteljes romlása áll. A folyó fizetési mérleg hiányának mértéke önmagában még nem ad okot aggodalomra, különösen ha figyelembe vesszük, hogy az EU-csatlakozással és a gazdaság iránti bizalom erősödésével kissé tágul a fenntartható és finanszírozható deficit nagysága. Ugyanakkor a deficitet növelő tényezők és a hiány finanszírozásának szerkezete már növekvő bizonytalanságot rejt magában:

A folyó fizetési mérleg hiányának növekedése ugyanis azt mutatja, hogy a nemzetgazdaság nettó megtakarítói pozícióját növekvő hiány jellemzi, azaz a belföldi megtakarítások egyre kevésbé fedezik a felhalmozást és a gazdaság szereplőire növekvő nettó finanszírozási igény jellemző. Miközben idén csak kismértékben javul az államháztartás nettó finanszírozási pozíciója, a lakossági megtakarítások csökkenése, valamint a vállalati beruházások növekedése növeli a külső megtakarítások iránti keresletet.

A lakosság megtakarítási hajlandóságának strukturális okokkal magyarázható csökkenése mellett csak az államháztartás nettó megtakarítói pozíciójának jelentős javulásával képzelhető el a vállalatok beruházási aktivitásának növelése a külső megtakarítások fokozottabb igénybevétele nélkül. Azonban a korábban az államháztartással kapcsolatosan leírt folyamatok kétségessé teszi, hogy 2004-ben javul-e olyan mértékben az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója, amely egyszerre teszi lehetővé a magánszektor csökkenő nettó megtakarításainak finanszírozását (amely mögött a háztartások esetében a bruttó megtakarítások mérséklődése, a vállalati szektor esetében a beruházások növekedése áll) és a folyó fizetési mérleg deficit csökkenését.

A folyó fizetési mérleg alakulásában a másik bizonytalansági tényező, hogy miközben korábban a kereskedelmi mérleg hiányát részben mérsékelte a szolgáltatás-egyenleg kedvezőbb alakulása, addig 2003-ban a szolgáltatás-egyenleg is romlott és 2004-ben sem várható ebben jelentős fordulat. A kereskedelmi mérleg egyenlegének javulása a versenyképesség és a külső kereslet lassú növekedése, valamint az importkeresletet gerjesztő lakossági fogyasztás és jövedelemkiáramlás lassú moderálódása miatt nem várható, és várhatóan jövőre is fennmaradnak az ideai folyamatok a jövedelem- és szolgáltatás-egyenlegeknél.

A folyó fizetési mérleg hiányt 2004-ben a ciklikus tényezők mellett két addicionális tényező is növelheti. Az egyik, hogy a csatlakozás első évében kérdéses lesz az Európai Unió befizetések és transzferek egyenlege, illetve hogy az újra befektetett profitok elszámolásának változása is a folyó fizetési mérleg hiányt növeli. A hiány ez utóbbi tényező miatti növekedése nem eredményez jelentős makrogazdasági hatásokat, ugyanakkor demonstrációs hatása lehet a várakozások által erőteljesen befolyásolt portfólió befektetőkre.

A hiány növekedése mellett nagyobb bizonytalanságot rejt magában annak finanszírozása. Ennek fő problémája, hogy a közvetlen tőkebefektetések bruttó - és a növekvő kiáramlás miatt nettó - értékének csökkenése mellett a hiányt növekvő mértékben a rövidlejáratú deviza-beáramlások finanszírozzák. Egyrészt ezek a források csak ideiglenesen játszhatnak



meghatározó szerepet a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásában, hosszabb távon az erre történő támaszkodás költséges és fenntarthatatlan lehet. Másrészt az említett deviza-beáramlást elsősorban a nemzetközi összevetésben is kiugróan magas devizakamatok, illetve a hiányt finanszírozó meglehetősen szűk körű befektetői csoport várakozásai teszik lehetővé. Amennyiben a fundamentumokban vagy a befektetők várakozását befolyásoló tényezőkben akár csak kismértékű változás következne be, a kedvezőtlen várakozások önbeteljesítő spekulatív eladást is eredményezhetnek, annak a folyó hiány finanszírozására gyakorolt kedvezőtlen hatásával.

Összefoglalva a fizetési mérleg alakulását illetően két bizonytalanság van a jövő évet illetően. Egyrészt miképpen fog változni a nemzetgazdasági szereplők nettó megtakarítói pozíciója és ez lehetővé teszi a külső megtakarítások iránti kereslet mérséklését? Másrészt kérdéses, hogy a közvetlen tőkebefektetések növekedése átveszi-e a hiány finanszírozásában a döntő szerepet a rövidlejáratú befektetésekkel szemben?

## **VII. A FORINT ÁRFOLYAMA**

A hazai makrogazdasági folyamatok egyik legbizonytalanabb pontja az árfolyam alakulása, annak ellenére, hogy az elemzői várakozások nagyjából azonosak Forint várható jövő évi árfolyamának előrejelzését illetően. Az árfolyam alakulásába 2003-ban bizonytalanságot a jegybanki-kormányzati lépések vittek, amelyek szükségtelen mértékben felerősítették a Forint volatilitását. A következő időszakban ilyen jellegű, politika generálta sokkra nem kell számítani, ugyanakkor két olyan tényező is kimutatható, amely aggodalomra adhat okot az árfolyam alakulását illetően.

Az egyik ilyen tényező a folyó fizetési mérleg hiányának említett növekedése és növekvő mértékű finanszírozása a rövidlejáratú deviza-beáramlással. A másik és ehhez szorosan kapcsolódó tényező, hogy a Forint jelenlegi és az inflációs célok elérése érdekében a monetáris és fiskális hatóság által is kívánatosnak tartott szintjéhez nagymértékben hozzájárul a kiugróan magas kamatszínvonal és az általa keltett deviza-beáramlás. Amennyiben a befektetők bizalma a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozhatóságát illetően megrendül, vagy a jegybank a kamatszintet túlzottan hamar kezdi el csökkenteni, akkor ez a forint árfolyamának jelentős korrekcióját is eredményezheti, mert ekkor jelentősen beszűkül az árfolyamot „megtámasztó” tényezők hatása.

A bizonytalanság forrása ebben a tekintetben az, hogy a meghirdetett fiskális korrekció nem tűnik kellőképpen ambiciózusnak a folyó fizetési mérleg hiány csökkentéséhez és az előző részben jelzetteknek megfelelően arra sincs egyértelmű jel, hogy lényegesen módosulhat a folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásának szerkezete. Amennyiben nem módosul a keresleti hatás és a hiány finanszírozása, illetve fennmarad a monetáris és fiskális politika közötti összhang hiánya, ez a Forint akár jelentős gyengülését és az árfolyamnagyobb volatilitását is eredményezheti.

## **VIII. A MONETÁRIS ÉS FISKÁLIS POLITIKA KÖZÖTTI ÖSSZHANG HIÁNYA**

A makrogazdasági problémáink egyik kiváltó oka a monetáris és fiskális politika közötti összhang megbomlása volt az elmúlt 2-3 évben. Ez súlyos károkat okozott a gazdaságpolitika hitelessége, az árfolyam kiszámíthatósága és stabilitása, a gazdasági szereplők várakozásainak alakulása szempontjából. Az ellentmondások részben oldódtak az elmúlt időben, de változatlanul nem lehet összhangról beszélni.

A konfliktust 2004-ben 3 tényező generálhat. Az egyik az államháztartási kiigazítás mértékének és elégségességének, illetve ehhez szorosan kapcsolódóan a jövedelemfolyamatok alakulásának megítélése. A másik a kamatszint csökkentésének mértéke és időzítése. A harmadik a kívánatos árfolyamszint és az ennek eléréséhez szükséges eszközök alkalmazása. A monetáris és fiskális politika közötti koordinációban idén jelentkezett hibák vélhetően már nem ismétlődnek meg 2004-ben, de a konfliktus továbbél és hat a gazdasági folyamatokra és a gazdasági szereplők várakozásaira.