

DR. BELYÓ PÁL

# MAKROGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

A makrogazdaság pénzügyi egyensúlya az elmúlt években nem a kormányzat által kitűzött célok szerint alakult. Az államháztartási és a fizetési mérleg tényleges hiánya rendre jelentősen meghaladta a költségvetésben előirányzott mértéket.

A Kormány *Új egyensúly programban* intézkedéseinek eredményeként viszont bizalomerősödéssel lehet számolni, alapvetően a befektetők és a nemzetközi szervezetek részéről. A cikk előrejelzéseiben azzal számol, hogy az *Új egyensúly programban* tervbe vett fiskális intézkedéseket a Parlament teljes egészében jóváhagyja, az alapvető egyensúlyteremtő törvényeket elfogadják és hatályba lép-tetik, egyidejűleg elkezdődnek az államháztartás átfogó reformintézkedései. Az intézkedések eredményeként az egyensúly javul, a növekedési ütem átmenetileg mérséklődik, az infláció gyorsul, a lakossági fogyasztás a jelenlegi szinten marad, esetleg kismértékben csökken.

A tanulmány e változások tükrében elemzi az üzleti várakozásokat, a makrogazdaság 2007-re előrejelezhető fejlődését és az Új egyensúly program intézkedéseinek várható társadalmi hatásait.

## VÁRHATÓ GAZDASÁGI FOLYAMATOK 2006-BAN

A kedvező reálfolyamatok eredményeként ez évben a nemzetgazdaság korábbi növekedési üteme várhatóan fennmarad. 2007-ben viszont az új egyensúly programban meghirdetett kiadáscsökkentő intézkedések és a vállalati többletterhek hatására a fejlődés üteme 1-1,5 százalékponttal mérséklődhet. A gazdaság fejlődése 2006 első negyedévében valamelyest dinamizálódott. **A bruttó hazai termék 4,6 százalékkal nőtt**, a múlt év végén elért 4,3 százalékkal szemben. **A kedvező eredmények az ipari export erőteljes bővülésével, a beruházások gyors növekedésével magyarázhatóak.** A GDP felhasználási oldalán a háztartások végső fogyasztása 2,2 százalékkal,

a közösségi fogyasztás 0,7 százalékkal nőtt. **A növekedés szerkezete egészséges, az egyensúlytalansági problémák nem a reálgazdaságban gyökereznek.**

**A makrogazdaság pénzügyi egyensúlya az elmúlt években nem a kormányzat által kitűzött célok szerint alakult.** Az államháztartási és a fizetési mérleg tényleges hiánya rendre jelentősen meghaladta a költségvetésben előirányzott mértéket. A költségvetés átláthatósága, illetve a fiskális fegyelem nem megfelelően érvényesült, ami a befektetők (hitelnyújtók) bizalmát negatívan befolyásolja. A makrogazdaság kedvezőtlen egyensúlyi eredményeinek jelentős a kockázata, a háztartásoknak, a vállalatoknak és a költségvetésnek ugyanis igen magas a külső forrásigénye. A kiigazítások napjainkra elkerülhetetlenné váltak.

A kedvező reálfolyamatok, és az élénk értékesítési lehetőségek eredményeként a hazai gazdaság 4 százalékos megközelítő növekedési üteme 2006 egészében fennmarad. A beruházások a termelés infrastrukturális feltételeit javítják, az élénk nemzetközi konjunktúra a külkereskedelmi forgalom bővülését segíti. A lakossági fogyasztás idén alig mérséklődik, a reáljövedelmek az év második felében mérséklődnek ugyan, ez első lépésként a megtakarítások mérséklődésében jelenik meg. A lakosság magas hitelfelvételi hajlandósága alig változik, lényeges fogyasztásnövelő tényező az elmúlt években átadott lakások felszerelése, továbbá az elektronika és távközlési termékek értékesítése.

A magyar gazdaság közepes ütemben fejlődik, 2006. évi növekedése mintegy 2 százalékkal meghaladja a fejlett országok átlagát, az újonnan csatlakozók körében viszont elmarad az átlagtól. A bruttó hazai termék az elmúlt negyedévben gyorsuló ütemben bővült. A második félévben a növekedési ütem ugyan mérséklődik, **az Új egyensúly program intézkedéseinek eredményeként viszont bizalomerősődéssel lehet számolni, alapvetően a befektetők és a nemzetközi szervezetek részéről.** Egyidejűleg tekintetbe kell venni azt, hogy az egyensúlyjavító intézkedések a belső jövedelmeket átcsoportosítják a költségvetés javára, ez a vállalkozói szférában és a lakosság körében értelemszerűen kisebb-nagyobb ellenállást, egyidejűleg alkalmazkodási kényszert vált ki. Ennek kezelése türelmet, és nagyfokú kompromisszumkészséget igényel. Fokozott figyelmet szükséges fordítani a partne-

rekkel folytatandó párbeszédre és az elkerülhetetlen intézkedések, és hatásuk kommunikálására.

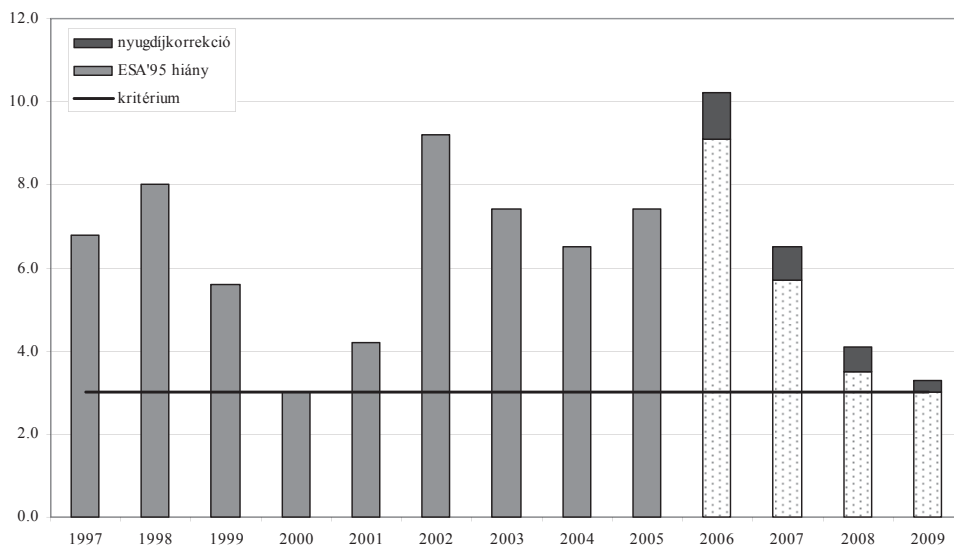
A világgazdasági konjunktúra 2006-ban kedvező, s jók a kilátások a jövő évre is. A világgazdaság növekedésének **kockázati tényezője a valutaárfolyam hektikus változása s az energia- alapanyag árváltozások. A kamatnövelés lelassult és az év végére várhatóan megáll.**

Előrejelzéseinkben azzal számolunk, hogy az „Új egyensúly” programban tervbe vett fiskális intézkedéseket a Parlament jóváhagyja. A jelen törvényhozási időszakban az alapvető egyensúlyteremtő törvényeket elfogadják és folyamatosan hatályba léptetik. Lényeges tényezőnek tartjuk, hogy az egyensúlyteremtő intézkedések középtávon harmonizáljanak a reformelképzelésekkel. A hatékony intézkedések eredményeként az egyensúly javul, a növekedési ütem átmenetileg mérséklődik, az infláció gyorsul, a lakossági fogyasztás kismértékben csökken.

Számításaink szerint **az államháztartás GFS elszámolás szerinti hiánya 2006-ban 2000 milliárd forint körül lesz, ami GDP arányosan 8,7 százalék,** valamivel kedvezőbb az előző évinél. A kormányintézkedések hatására várható bevételtöbbletek időbeli eloszlása bizonytalan, néhány intézkedés pénzügyi realizálása átcsúszhat a jövő évre. A törvényileg is alátámasztott intézkedések megtakarító hatását 2006-ban 250-300 milliárd forintra becsüljük. **Számításaink szerint az EU által elfogadott, teljesítmény szemléletben, korrekciók nélkül kalkulált hiány elérheti a GDP 10,2 százalékát.**

1. ábra

## Államháztartási hiány (GDP százalék, ESA '95)



Forrás: Eurostat, Ecostat számítás

A kedvező külpiaci környezet ösztönzőleg hat hazánk **külkereskedelmére**. 2006 első negyedében a kivitel 18,1 százalékkal, a behozatal 15,1 százalékkal bővült. A cserearány 3 százalékkal romlott, főként az energiahordozók drágulása miatt. 2006 egészében az export intenzív bővülésére számítunk, az árukivitel volumene 15 százalékkal, a behozatalé 12 százalékkal nőhet. A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege javul. 2007-ben mind a kivitel, mind a behozatal bővülési üteme mérsékeltebb lesz az ideinél. Az export várhatóan 11 százalékkal, az import valamivel alacsonyabb ütemben növekszik a jövő évben.

2006 első negyedében a **beruházások** jelentősen bővültek, volumenük 9,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A fejlesztések magas ütemét

alapvetően az állami beruházások, ezen belül is az autópálya-építések biztosították. A termelő ágazatok beruházásai 10 százalékponttal elmaradtak a tavalyitól, a közszolgáltató ágazatoké 20 százalékkal nőttek. Éves szinten a jelentős ágazati különbségek nagyrészt kiegyenlítődnek. A nemzetgazdaság idei beruházásai 2-3 százalékkal haladják meg a múlt évi magas bázist.

2006 első felében az **ipari** termelés és értékesítés dinamikája mindkét relációban meghaladja a korábbi évekéét. Az ágazat konjunkturális kilátásai kedvezőek, 8-10 százalék közötti növekedéssel számolunk. Az **építőipar** idei termelése 3-4 százalékkal elmarad a tavalyitól, a rendelésállomány csökken. A **mezőgazdaság** eredményeit az árvíz és a baromfivész tizedeli, a termésbecslések szerint

a nagy volument kitevő gabona idei termése alig marad el az előző évitől. A **kis-kereskedelem** nemzetközileg is magas forgalombővülését a reálkeresetek első félévi magas szintje hajtja. A második félévben a növekedési ütem mérséklődésével számolunk.

### ÜZLETI VÁRAKOZÁSOK

**2006 novemberében javultak az Ecostat havi bizalmi mutatói**, a nagyvállalatok konjunktúra-indexe 1 százalékponttal, a kis- és középvállalatoké 3 százalékponttal emelkedett az előző havi értékekhez képest. Az üzleti szféra bizalomvesztése szeptemberben megállt, október-novemberben a piacok megítélése javult. **A TOP-100 vállalatok rövid távú gazdasági prognózisait összegző mutató 45 százalék, a kis- és középvállalatoké 43 százalék.**

A két szektor üzleti várakozásainak tendenciája egymáshoz hasonló, a háromnegyed évig tartó csökkenést szeptember után **enyhe pozitív korrekció** követte. A korábbi években megszokottól eltérő, hogy július óta mindkét trendvonal az 50 százalékos határérték alatt helyezkedik el, a változás iránya azonban mindkét vállalkozói körben kedvező.

A TOP-100 vállalati kör **2007 májusáig a hazai gazdaság rövid távú fejlődési esélyeit kritikusan értékeli**. Javuló gazdasági kilátásokkal mindössze 23 százalék számol, a cégek 42 százaléka az ország helyzetének változását pesszimistán ítéli meg. **Saját vállalkozásuk várható teljesítményét** a korábbinál visszafogottabban értékeli a nagyvállalatok, a bo-

rulátó cégek aránya az októberi 35 százalékról 46 százalékra nőtt. A jelenlegi feltételek fennmaradását 39 százalékuk valószínűsíti, az optimista prognózisok aránya 15 százalék. A válaszok megoszlásának jelentős ingadozása a nagyvállalatok bizonytalanságára utal. Ez jórészt abból fakad, hogy az egyensúlyjavító és a reformintézkedések kidolgozása még nem fejeződött be. **Termelése** fél éven belüli **bővítését** piaci oldalról a TOP-100 csoport 52 százaléka tartja reális lehetőségnek, az előrejelzés tendenciája szeptember óta kedvező. A **külföldi kereslet** megítélésében érződik az európai felvevőpiacok dinamizmusa. Fél éven belül stabil export kereslettel számol a cégek 48 százaléka, növekvő érdeklődést feltételez 38 százalékuk. Piacai szűkülésétől a cégek 14 százaléka tart. A **belföldi értékesítés** bővülését, a teljes belföldi fogyasztás visszaesését valószínűsítve a cégek mindössze 8 százaléka, stabilitást 42 százalékuk prognosztizál. Rövid távon értékesítési lehetőségei részben elvesztésétől tart minden második vállalat. A tőkeerős, jó versenypozícióban működő vállalkozások az elvonások növelését hatékonyság-romlásként érzékelik. A konszolidációval összefüggő intézkedések a nagyvállalatok 40 százalékánál a **likviditás** gyengülését idézheti elő. Az élénk külföldi piacok, a növekvő megrendelések következtében a multinacionális vállalatok **beruházási elkötelezettsége** magas szintű, a cégek háromnegyede fejlesztései jövőbeni folytatásában érdekelt.

2006 novemberében a **kis- és középvállalatok a nemzetgazdaság várható helyzetét** jóval **kedvezőbbnek** értékeli,

mint július óta bármikor. A gazdálkodó szervezetek körében a költségvetést övező elfogadottság erősödésére utal, hogy az ország gazdasági kilátásait rosszabbnak ítéelő cégek aránya majdnem húsz százalékponttal csökkent, 55 százalék. Ezzel egy időben az optimista várakozások aránya 5 százalékról 25 százalékra nőtt. **Saját kilátásaik** megítélésében ellentétes tendencia tapasztalható, a KKV-k növekvő aránya, 48 százalékuk romló esélyekkel számol a következő gazdasági év elejére. **Tevékenysége bővítését** a cégek több mint egynegyede tervezi, az előrejelzés hónaponként ingadozó. A szektor véleménye szerint a **vállalkozások fejlődését** döntő mértékben a szűkülő lakossági vásárlóerő, az éles piaci verseny és a bizonytalan gazdasági környezet **akadályozza**. **Új külpiaci értékesítési lehetőségek** a cégek 13 százaléka számára adódhatnak a jövőben, **belföldön** az eladások bővülését 15 százalékuk feltételezi. A hazai vállalkozások 44 százaléka szerint a következő fél évben **likviditási helyzete** érdemben nem fog változni, 34 százalékuk romló anyagi feltételektől tart. A kis- és középvállalatok **beruházási hajlandóságát** összegző mutató értéke 41 százalék, október óta 2 százalékponttal nőtt. A cégek **fejlesztési aktivitása** bár még nem kielégítő, tendenciájában azonban enyhén javuló.

### 2007. ÉVI PROGNÓZIS

A **makrogazdaság 2007. évi fejlődése** csak nagy bizonytalansággal jelezhető előre, mindenekelőtt azért, mert az egyensúlyjavító intézkedések várható hozama csak tág határok között becsül-

hető meg, s a tervezett reformok hozadéka és időbeli eloszlása is számos társadalmi-gazdasági összetevőtől függ. Nehezen számszerűsíthető elem az is, hogy az EU új strukturális programjaiból az első évben mennyit tudunk realizálni. A 2007. évi számítások során megvizsgáltuk, hogy a kiigazító intézkedések milyen hatást gyakorolnak a jövő évi makrogazdasági folyamatokra, s a fiskális restriktió milyen reáláldozatokkal, inflációs többlettel jár.

A fiskális kiigazítás következtében a lakossági fogyasztás dinamikája az ideihez képest csak kismértékben esik vissza. A lakossági fogyasztás volumen-növekedése várhatóan 1,9 százalék lesz. A közösségi fogyasztás az ideihez képest emelkedik, 1-1,5 százalékos növekedéssel számolnak. Az infláció éves átlagban 5 százalék fölé emelkedik, dinamikája meghaladja a termelői árak növekedését.

Az eredmények azt mutatják, hogy a gazdasági fejlődés üteme 2007-ben egymásfél százalékkal csökkenhet, gazdasági konjunktúra esetén a **növekedés nem kerül 2,5 százalék alá**. E kedvező előrejelzés megvalósulását több tényező befolyásolja. Mindenekelőtt az szükséges, hogy a világgazdasági konjunktúrára továbbra is kedvező legyen. További feltétel, hogy az exportdinamika haladja meg az importét. A folyó fizetési mérleg kedvezőbb lehet az ideinél, a 6 milliárd eurót azonban meghaladja. A beruházások 4-6 százalék közötti ütemben nőnek, az idei egyensúlyjavító törvények és a Konvergencia program elfogadásával a befektetői bizalom javult, a működő tőke beáramlása fennmarad, sőt 2007-ben élénkülhet.

Az elfogadott intézkedések hatására a 2007. évi költségvetés kedvezőbb lesz a bázisidőszakinál. A következő évre tervezett 1000 milliárd forint megtakarítás tiszteletet parancsoló szándék. Realizálása azonban kockázati elemeket is hordoz. A vállalati és lakossági terhek emelése a jövedelmek eltitkolása irányába hat, amely mérsékli a bevétel-növekedést. Számolni kell azzal is, hogy a növekedési ütem csökkenése mérsékli az adó- és járulékbévételek növekedését is. Az ismert feltételek mellett GDP arányosan 2,5 százalékos megtakarítást tartunk reálisnak, a figyelmet érdemlő eredmény. További megtakarítások érdekében a kiadások jelentősebb mérséklésére lenne szükség. **Összességében 6,5-7 százalékos ESA'95 szerinti államháztartási hiányt prognosztizálunk 2007-re.**

A külső egyensúly az elmúlt években elsősorban az államháztartás, másodsorban a lakosság növekvő forrásigénye miatt romlott. A befektetői kockázat növekedésében meghatározó volt folyó deviza-mérlegünk romlása. Az áruforgalmi egyenleg javulásával párhuzamosan azonban az első negyedévben a fizetési mérleg kedvezően alakult. Hazánk külső finanszírozási igénye 1,3 milliárd eurót tett ki, ami közel 100 millió euróval jobb az előző év azonos időszakánál. A külső egyenleg javulása mögött mind a fogyasztási, mind a beruházási célú import mérséklődése állhat. A feldolgozóipari beruházások adatai alapján úgy véljük, az első negyedévben erőteljesebb volt a beruházási célú import mérséklődése. A költségvetés helyzetének javítását célzó intézkedések miatt várhatóan a háztartások fogyasztási kiadásai ala-

csonyabb ütemben bővülnek az elkövetkező évben, így tovább javulhat a külső egyenleg.

Tekintve, hogy a következő hét év fejlesztéspolitikáját alapvetően az uniós támogatások határozzák meg, napjainkban már tényként kezelhető, hogy Magyarország 2007-2013 között bruttó hazai termékének több mint 3 százalékát kitevő támogatáshoz juthat. Az uniós támogatások éves összege hazánkban eléri a jelenlegi beruházási ráfordítások egyharmadát, azaz jelentős forrástöbbletnek tekinthető, ésszerű és eredményes felhasználásával számos infrastrukturális fejlesztés, út- és vasútépítés környezetvédelmi elmaradás pótolható. **A piaci alapon érkező működő tőkével együtt a magyar gazdaság évi 8 milliárd eurót meghaladó pótlólagos fejlesztési forrásra számíthat, visszafizetési kötelezettség nélkül. Ez az ország történetében egyedülálló fejlesztési lehetőség. Ésszerű felhasználása hosszú távra meghatározza hazánk társadalmi-gazdasági felemelkedését.**

Az új fejlesztéspolitika megvalósításában az egyensúly tartós helyreállításának meghatározó szerepe van. A korábbi kohéziós országok tapasztalata azt mutatja, hogy a növekvő uniós támogatásokkal a feladat már néhány év alatt megoldható. Magyarország uniós versenyképességének átmeneti mérséklődése az extenzív fejlesztési tartalékok kimerülésére vezethető vissza.

**Fontos hazai és nemzetközi tapasztalat, hogy a magyar gazdaság felzárkózását szelektív fejlesztéspolitikára érdemes alapozni.** Jelenleg az ország fejlődé-

sét a multinacionális cégcsoportok köre épülő két-három húzó ágazat alapozza meg, ezért új húzó iparágak fejlesztésére van szükség. Emellett a versenynek leginkább kitett közép- és kisvállalatokat védő iparpolitikát célszerű megvalósítani, támogatva néhány olyan mérsékelt ütemben fejlődő ágazatot is, amely hazai versenybázissal rendelkezik.

Az elmúlt hónapok hektikus árfolyam-ingadozása, de elsősorban az emelkedő infláció kamatemelésre készítette a jegybankot. Az irányadó kamat 8 százalékra nőtt. Bár a következő évi inflációs cél átmeneti költségvetési intézkedések hatására emelkedett meg, a középtávú inflációs cél sincs biztonságban. Az árfolyam hiteles költségvetési politika mellett stabilizálódhat. Az elkövetkező időszakban

a korábbiaknál is fontosabb lesz, hogy az infláció mértékében mi lesz az átmeneti hatások, az egyszeri intézkedések szerepe és mennyi a „valós” inflációs nyomás. 2007-re a stabilizációs csomag áthúzóó hatása, valamint a várható árintézkedések, piaci drágulások hatásaként 6,5 százalékos körüli inflációt prognosztizálunk. Az adóváltozások nélküli infláció emelkedése növeli a jegybanki kamatemelés esélyét. A jelenlegi feltételek alapján azonban azzal számolunk, hogy elértük a kamatemelési periódus tetejét és 2007-től újra csökkenhet az alapkamat, év végére akár 6 százalékos közelé. A forint/euro árfolyam éves szinten 2006. évben 265, míg jövőre 258-260 Ft körül várható úgy, hogy folyamatában év végére 250-ig is erősödhet.

### 1. táblázat

#### Az Ecostat novemberi előrejelzése a magyar gazdaság fejlődésére (változás az előző évhez képest, összehasonlító áron)

Mutatók	2005. tény	2006. prognózis	2007. előrejelzés
Bruttó hazai termék (%)	4,1	3,9	2,5 – 2,8
Háztartások végső fogyasztása (%)	1,4	2,1	0,5
Közösségi fogyasztás (%)	-0,9	0,9	1,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (%)	6,6	3,5	4,0
Kivitel (nemzeti számlák alapján, %)	10,8	13,6	10,2
Behozatal (nemzeti számlák alapján, %)	6,5	10,2	9,5
Éves fogyasztói árindex (%)	3,6	3,8	6,5
Folyó fizetési mérleg egyenlege (milliárd euró)	-7,0	-6,6	-6,0
Közvetlen tőkebefektetések (milliárd euró)	4,1	4,0	4,1
Államháztartási egyenlege (ESA95, GDP %-ában)	-7,4	-10,2	6,2-6,8
Munkanélküliségi ráta (%)	7,2	7,6	7,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	8,8	6,5	5,5
Külker. áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	-2,8	-2,6	-2,4
Az ipari termelés alakulása (%)	7,3	8,5	6,0
Az építőipari termelés alakulása (%)	16,6	-2,5	4,0
Kiskereskedelmi forgalom volumene (%)	5,6	5,2	2,5
Jegybanki alapkamat a.)	6,0	8,0	6,25 -6,75

Forrás: KSH, MNB, PM, ECOSTAT

Megjegyzés: a.) az év végén

2006 első kilenc hónapjában a reálkereset a fogyasztói árindex 3,1 százalékos növekedése mellett 4,8 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A KSH legutóbbi, 2004-es adatokat tartalmazó jövedelem-felvétele szerint az alkalmazottak reálkeresetének alakulása legalább 5,5 millió személyt érint. Ennyien élnek olyan háztartásokban, ahol a háztartásfő alkalmazotti státusú. A társadalmi juttatásoktól leginkább függő személyek száma 3,2 millió. Ezekben a háztartásokban a háztartásfő nyugdíjas, gyesen, gyeden van, illetve munkanélküli. A vállalkozói státusú háztartásfők családjában mintegy 1,1 millió személy él. A **lakosság jövedelmei szempontjából** a reálkereset alakulása még mindig fontos komponens, hiszen a lakosság több mint fele él bérjellegű jövedelemből. A bér és kereset még mindig a lakosság összes mérhető jövedelmének több mint felét teszi ki.

Feltételezhető, hogy a társasági adó emelése nem marad hatás nélkül a keresetek alakulására. Valószínű, hogy a profitcélkitűzések teljesítése érdekében az alacsonyabb kereseti kategóriákban már nem lesz béremelés. Mivel a legfelső szintű vezetők keresetei alapvetően e profitcélok teljesítéséhez van kötve, náluk nem várható a keresetek visszafogása.

**2006-ban azzal számolunk, hogy a szeptembertől 2,5 százalékponttal emelt egyéni egészségbiztosítási és munkavállalói járulékkulcsok miatt a nettó kereset éves növekedési üteme közel 1 százalékponttal mérséklődik. A 3,5 százalék körüli fogyasztói árindex következtében a reálbér 3-4 százalékössé között mozoghat.**

Az új kormányprogram valamennyi jövedelemnél a reálérték csökkenését vetíti elő. **A kormányprogram alapján a következő, a lakossági jövedelmek reálértékét csökkentő hatások várhatók.**

## 2. táblázat

### Az Új Egyensúly program lehetséges társadalmi hatásai

Intézkedés	Hatás
<p><b>Gáz- és villanyáremelés</b> A lakossági gázár 30 százalékkal, a villanyár 14 százalékkal drágul augusztustól.</p>	<p>Az intézkedés (a gáz- és elektromosság ÁFÁ-jának növekedésével együtt) egy átlagos család kiadásait közvetlenül éves szinten körülbelül 2,5 százalékkal emeli. Az átlagos jövedelmi szint alatt élő, panellakásokban élő családok terhei ennél nagyobb mértékben növekednek. Ebben az évben, mivel az intézkedés az év utolsó öt hónapjában jelentkezik, emiatt önmagában az árindexnél 1 százalékpontos emelkedés várható. Az energiaárak emelkedésének közvetett inflációs hatása is van, ez a gazdaságon átgyűrűzve további áremeléseket vált ki. Ezt a hatást további 0,5 százalékra becsüljük.</p>



## 2. táblázat folytatás

Intézkedés	Hatás
<p><b>ÁFA kulcs emelés</b> A 15 százalékos ÁFA kulcs 20 százalékra növekszik szeptembertől</p>	<p>A középső ÁFA kulcs emelése – a gáz- és elektromosság ÁFA emelkedése nélkül – körülbelül 1,4 százalékos kiadásnövekedést jelent éves szinten az átlagos háztartásoknak. Ez idén az őszi bevezetés miatt kb. 0,5 százalékos áremelkedést okozhat. Az élelmiszerre többet költő, alacsony jövedelmű, illetve nyugdíjas háztartásoknál a teher lényegesen nagyobb lehet.</p>
Intézkedés	Hatás
<p><b>Jövedéki adó emelés</b> Szeptember a cigaretta jövedéki adója 5,7 százalékkal, a szeszesitalok jövedéki adója (a bor kivételével) 7 százalékkal drágul</p>	<p>A lépés a fogyasztók mintegy 60 százalékának kiadásait emeli. Tehernövekedés átlagos mértéke éves szinten a teljes lakosságra vetítve körülbelül 0,25 százalék, az érintett körnél 0,4 százalék az elvonási hatás.</p>
<p><b>Kamat- és árfolyamnyereség-adó</b> Szeptembertől a kamatok és az árfolyamnyereség után 20 százalékos adót kell fizetni</p>	<p>Az intézkedés mintegy 1 százalékponttal mérsékeli a megtakarítások hozamát. Az Ecostat legutóbbi felmérése szerint a családok mintegy negyede tud megtakarítani és 15 százalékuk korábbi tartalékait éli fel. Ez az intézkedés tehát a családok közel 40 százalékát érinti. A csökkenő hozam mérsékelheti a lakosság (hazai) megtakarítási hajlandóságát. Az árfolyamnyereség adó a tőzsdei befektetések ellen hat, ami a mostani tőzsdei viszonyok mellett rendkívül kedvezőtlen hatással járhat. Az árfolyamnyereség adó a jövedelmekre való hatása a tőzsdei ingadozások miatt nehezen számítható, a kamatadó megtakarításokkal rendelkező háztartásokra való éves jövedelemcsökkentő hatását viszont átlagosan 35.000 forintra becsüljük.</p>
<p><b>SZJA sáv és kulcs változás</b> 2007-től az SZJA-ba 6.000.000 Ft jövedelem felett bevezetnek egy 40 százalékos kulcsot. Ezzel egyidejűleg a 36 százalékos kulcs alsó határa 1,55 millió forintról 1,7 millióra emelkedik</p>	<p>A 36 százalékos adókulcs alsó határának megemelése 2007-től az átlagkeresetből (a jelenlegi havi 171 723 Ft) élők számára évente körülbelül 19 800 Ft megtakarítást hoz. A sávhatár kitolása a várható béremelkedések mértékénél magasabb, de nem jelentős. A 40 százalékos adósáv bevezetése tovább növeli a legmagasabb bérek terheit, de valószínűleg nem erősíti az adóelkerülési szándékot.</p>

## 2. táblázat folytatás

Intézkedés	Hatás
<p><b>Adókedvezmények szűkítése</b>  Megszűnik a szellemi tevékenység kedvezménye, valamint a felnőttképzés és a számítógép beszerzés 60 ezer Ft jövedelem-korláthoz kötött kedvezménye, a lakáshitel törlesztéshez biztosított, jövedelemhatárhoz kötött kedvezmény, kivéve akik 2006. december 31-éig jogosultságot szereztek. Az eddig összesen évi 100 ezer forintos összegig igénybe vehető kedvezmények – tandíj, östermelők, közcélú adományok, élet és nyugdíjbiztosítások – jövedelem korlátja 6 millió forintról 3,4 millióra csökken. A jövőben ebbe a korlátos körbe tartozik a megállapodás alapján fizetett járulék, magánnyugdíj-pénztári tagdíj és ennek kiegészítésére vonatkozó kedvezmény.</p>	<p>Az intézkedés hatása nehezen mérhető, de összhangban áll a korábban meghirdetett célokkal, miszerint az adósáv szélesedik, a kedvezmények köre pedig csökken. Várhatóan jelentősebb hatása a lakáshitel adókedvezmény eltörlésének lesz.</p>
<p><b>Egyéni egészségbiztosítási járulék emelése</b>  Szeptembertől 4-ről 6 százalékra emelkedik a járulék mértéke, majd januártól hét százalékra.</p>	<p>A járulék hat százalékra emelése éves szinten körülbelül 41.200 Ft közteher emelkedést jelent az átlagos keresetű alkalmazottnak, a hét százalékpontra emelés pedig mintegy 61.800 Ft-ot. Figyelembe véve az alsó adósáv emelkedésének jövedelem növelő hatását, még mindig 21.400, illetve 42.000 Ft többlet elvonás adódik. A járulékot a minimálbéres foglalkoztatottak is megfizetik. Ez éves szinten 15.000, illetve 22.500 forintos kiadást jelent számukra.</p>
<p><b>Munkavállalói járulék emelése</b>  A járulék 1-ről 1,5 százalékra emelkedik szeptemberben.</p>	<p>A munkavállalói járulék fél százalékpontos növelése évi 10.300 Ft elvonást jelent az átlagbér szintjén, a minimálbérnél pedig 3750 Ft-ot.</p>
<p><b>Bizonyos minimálbérből élők a minimálbér kétszerese után fizessenek járulékot</b></p>	<p>Az intézkedés nem teljesen pontosított, így bizonytalan, hogy minek alapján döntenek el, hogy ki fizet dupla járulékot. A pontosításig nem lehet megítélni a lépés hatását.</p>

2. táblázat folytatás

Intézkedés	Hatás
<p><b>Nyugdíjas vállalkozók járulékának emelése</b> Az 5 százalékos baleseti járulék helyett 2006-ban 15, 2007-ben 16 százalékos egészségügyi hozzájárulás kerül bevezetésre.</p>	Ez az adott körben 10, illetve 11 százalékos jövedelemcsökkenést eredményez.
<p><b>EVA-kulcs emelése</b> A kulcsot 15-ről 25 százalékra emelik októbertől</p>	Az EVA kulcs emelése mintegy 300 ezer főt érint és a gazdaság fehérítését szolgálja. A 10 százalékpontos elvonás növekedés ezzel szemben a jövedelem kivonási szándékot fokozhatja. Szakértői vélemények szerint azonban a többségnek így is megéri az EVÁ-t választani.
<p><b>Közalkalmazotti létszám mérséklése</b> A közalkalmazottak létszáma legalább 10.000 fővel csökken.</p>	Ez a munkanélküliek számának további emelkedését jelenti, mivel az elbocsátott dolgozókat a versenyszféra nem tudja felszívni.
<p><b>Gyógyszerkassza hiányának csökkentése SZJA-sáv és -kulcs</b></p>	Kidolgozás alatt.
<p><b>Az átlagosnál nagyobb értékű ingatlan adója</b> 2008-tól fizetendő új adó</p>	Mivel nincs megnevezve, hogy milyen értékről van szó, a hatás nem számszerűsíthető.

A tényleges hatást nehéz megmondani, hiszen még nem alakult ki, hogy mely rétegek milyen kompenzációt kaphatnak a fenti terhek mérséklésére. A programnak nem eleme, de jelentős hatásokkal járhat a deviza alapú lakáshitellel rendelkezők számára egy esetleges forint árfolyamgyengülés. Akik a 2005-ös 248,05 forintos átlagos euró-árfolyamon vettek fel lakáshitelt, már ma is 8,62 százalékos árfolyamgyengüléssel kell szembenéznük (jöllehet, ezt az emelkedést még nem minden bank érvényesíti). Amennyiben a forint árfolyama 282 HUF/EUR szint-

re gyengülne, az összességében 13,69 százalékos árfolyamváltozást jelentene. Valószínű, hogy az árfolyamgyengülés a hiteltörlesztők körében nem okozna tömeges csődöt, de növelné az érintett családok terheit, és visszavethetné az ingatlanpiacot.

**Összességében azzal számolunk, hogy a reáljövedelem növekedési üteme elmarad a reálkeresetétől. 2006. évben 2-2,5 körüli reáljövedelem emelkedéssel számolunk, ezen átlag mögött azonban jelentős rétegek helyzetének nagyobb mértékű romlása várható.**

# ABSTRACTS OF THE ARTICLES

## BANKING ASSOCIATION EVALUATION IN JUNE 2006 OF THE *NEW EQUILIBRIUM* GOVERNMENT PROGRAM – FIRST PUBLIC VERSION OF THE PROGRAM

In June 2006 the article analyzed the first public version of the “*New equilibrium* government program”. Since June 2006 the program improved a lot, however, our article does not deal with this. The main goal of the *New equilibrium* program, that the financial disequilibrium that arose between 2001 and 2006 has to be mitigated with short term measures, is correct. The *New equilibrium* program is the beginning of dealing with problems that arose in the past years. However, measures announced in the program are all short term steps, the structure of these steps can be debated. For the time being the most important components (structural reforms) of permanent financial stabilization are missing. A theoretical shortcoming of the consolidation plan is that it does not properly take into account the nature of

the budget deficit and other impacts on the budget that come from changes in the domestic and international financial markets. It is very much uncertain that the main goal of permanent improvement of equilibrium (public finances and balance of trade trends at an acceptable level) can be achieved with moderate economic growth. Measures that tend to be limited to increasing revenues necessary for equilibrium are not linked with long term reform plans, thus they are not very convincing for investors. The banking community wishes to **support** efforts aiming **financial stability**, thus **we are not averse to** taking on **additional burdens of a temporary nature**. Nevertheless, we are against all measures that **violate the requirement of sector neutrality** and miss detailed plans regarding structural reforms.

## SIMPLIFIED MODEL OF CAPITAL BUDGETING WITH CORPORATE AND PERSONAL TAXES

GYÖRGY ANDOR–TAMÁS TÓTH

This paper deals with the interaction of personal taxes and investment decisions and of the project value and financial leverage in a world with different taxation. Both the theory and practice of corporate finance tends to ignore these problems. More precisely, the finance literature links the questions of personal taxes to the financial decisions („Miller model” and its approvals), but with this in the

determination of cash-flows and cost of capital, that is in the *NPV* calculations, they ignore the effects of personal taxation.

Theories on capital structure typically examine the effects of taxation on the value and ignore the issues of agency costs, while the theories of agency costs typically ignore the questions of taxation. Consequently, academics and practitioners alike use a number of ad hoc

and heuristic approaches to determine the value of a project's taxable cash flows. The ad hoc nature of the formulas are used to value taxable cash flows gives that the underpinnings of these methods are often left unspecified and no proofs are offered to show that the expressions are consistent with equilibrium.

The approach we present in this article argues the above mentioned derivations of value. In case of an investment decision we deduce the irrelevance of

personal income taxes, and in case of financial decisions we conclude that the irrelevance of leverage can be deducible without the effects of personal taxes. To derive this comprehensive approach we separate the investment decisions in to two kinds and simplify both of them. Both solutions differ from the traditional ways of corporate finance: we consider the problem of personal taxation in the NPV calculations and there we found relatively simple valuation methods.

---

### **WHAT PRACTICES COULD THE HUNGARIAN RETAIL BANKS - ANTICIPATING THE FUTURE ECONOMIC, CUSTOMER BEHAVIOR CHANGES - LEARN FROM THEIR NORTH-AMERICAN, SOUTH-EAST ASIAN COUNTERPARTS?**

ANDRÁS BECSEI-ÁDÁM HOMONNAY-GÁBOR ROSZIK

The Hungarian banking sector with an average ROE of 20.2%<sup>1</sup> is a very profitable part of the economy. In the past years, this high level of profitability was mostly due to the efficiency increases that the industry undertook and the high margins that the banks managed to keep up. All this comes amid strong and further strengthening competition in a retail market, where significant further growth (in e.g. loan penetration) and shrinking margins are expected. Further growth potential will test the product development capacities of Hungarian banks; lowering margins will keep efficiency gains (IT & process improvement) in the focus; and the competitive fight to acquire, penetrate and retain retail customers will necessitate improved sales and customer service capabilities.

This study aims to provide best practice benchmarking ideas in these three domains. We believe that by considering and by selectively applying these ideas Hungarian retail banks can be better off in the next 5-10 years given the aforementioned challenges and opportunities. Besides the high aspirations of the study we feel that its specialty is given by the fact that the Hungarian retail banking market is in most cases benchmarked against other Eastern and Western European ones. But in this case – based on our experience, research, several local interviews and visits – we tried to bring in fresh and potentially impactful benchmarking ideas from the probably lesser known North-American and Southeast Asian banking markets.

<sup>1</sup> Return on Equity, 2005, *Heti Világgazdaság*, 1 July 2006

## SOME CRITICAL NOTES AND EMPIRICAL TESTS ON THE THEORY OF EFFICIENT MARKETS

MÁRK MOLNÁR

Eugene Fama's "Efficient Market Hypothesis" managed to encompass the literature of the random walk characteristics and unpredictability of stock price movements. However since the release of his work in 1970 scholars ceaselessly argue if efficient markets exist at all in real life, and if yes, to what

extent. Despite the numerous criticism this argument has received no better theoretical framework describing markets using the grounds of classic finance and economics. This paper summarises the most important theoretical and empirical critiques and supporting articles triggered by Fama's work.

---

## MACROECONOMIC FORECAST FOR HUNGARY

PÁL BELYÓ

According to the evaluation, and model calculations of ECOSTAT Institute for Economic Analysis and Informatics the domestic GDP will increase by 3.9% this year under a vigorous European economic recuperation and the firm measures of the economic reform program, which means it is only slightly behind last year's rate of 4.1%. The level of exportation, having the most decisive impact on economic growth, is quickly increasing; however the disparity of the import and export will persist.

The Government submitted its draft 2007 budget on 31 October. The document is basically in accord with the principles and prime figures prevalent in the New Balance and Convergence Programs. A quick and significant adjustment is highly likely to be implemented; the planned 3% decrease of the deficit is achievable, while the GDP-proportionate deficit of the state budget may decrease close to 6%.

The measures to be undertaken next

year include elements that guarantee both short- and long-term savings. The draft budget of the forthcoming year envisages considerable measures that are expected to be effective even in the short term. These measures include tax increases, cut-backs on price subsidies, and the restructuring of the budgetary institutions and new regulations on the related provisioning obligation. The relevant guarantees are ensured by the measures introduced in the fourth quarter of 2006, and by the unfolding processes, which are expected to result in significant savings next year.

The industrial output has become 10.6% higher in the first eight months of 2006. The export of the processing industry continues to be a decisive factor, while the level of industrial export has grown by 13.9% during the same period. In 2006 the production of the sector may increase by 8.5% compared to the output of 7.3% in the previous year. The dynamic growth in the exportation of the processing

industry shall persist throughout the year 2006, and next year's prospects are also looking very promising. A certain deceleration of investments is reflected in the relatively weak performance of the construction industry. The slow-down of expansion in the construction industry remains characteristic throughout the whole year. While in 2005 the increase in production amounted to 16.1%, there was a 1.4% drop in the output in the first eight months of 2006. The state budget's increasingly moderate demands for investments and the diminishing interest of the households in housing projects will both remain decisive factors in the following year, so the output of the construction industry is expected to present a moderate growth even if compared to this year's minimal basis. The planned rectifying measures of the central budget will primarily temper the consumption of households; however, through the diminishing demand of the state budget, these measures are expected to have a restrictive effect on the overall domestic consumption, too. The question is what exportation possibilities will be presented under the languishing external demands.

The central bank was forced to raise the interest rates due to the hectic fluctuations of the rate of exchange, but mainly due to the increasing rate of

inflation. The base rate was increased to 8%. Although the targeted level of inflation for next year was increased as a result of the emergence of temporary budgetary measures, the medium-term inflation target is not in a secure position either. The exchange rate may become stabilized under a creditable budgetary policy only. In the forthcoming period it will become even more important to see what impacts the temporary effects and single measures will have on the rate of inflation, and to what extent the "actual" inflationary pressure become prevalent. Our prognosis assumes that in 2007 the rate of inflation will be around 6.5% due to the lingering effect of the government's stabilization package, and the prospective pricing measures and market price advances. The increase in inflation without any related changes in taxation increases the likelihood of the central bank's increasing its interest rate. However, on the basis of the existing conditions, it is to be taken into consideration that the top of the rate rise period has been reached and the base rate may decrease again from 2007 onwards and may approach the level of 6%. The annual FX rate in 2006 has been around 265.00 HUF/EUR; however, in 2007 it is expected to decrease to 258-260.00 HUF/EUR, while in the course of the year it may reach 250.00 HUF/EUR.

## A SZERZŐK

Magyar Bankszövetség, Csillik Péter (szerk.)  
bankszovetseg@bankszovetseg.hu  
csillik@bankszovetseg.hu

Andor György, docens, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem,  
Pénzügyek Tanszék  
andor@finance.bme.hu

Tóth Tamás, tanársegéd, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi  
Egyetem, Pénzügyek Tanszék  
totht@finance.bme.hu

Becsei András, Associate, McKinsey & Company, Budapest  
andras\_becsei@mckinsey.com

Homonnay Ádám, Kutatási Osztályvezető, McKinsey & Company, Budapest  
adam\_homonnay@mckinsey.com

Roszik Gábor, Associate, McKinsey & Company, Budapest  
gabor\_roszik@mckinsey.com

Molnár Márk András, közgazdász, Magyar Telekom Rt.  
molnar.mark@telekom.hu

Belyó Pál, igazgató, ECOSTAT Gazdaságelemző és Informatikai Intézet  
Pal.belyo@ecostat.hu





# Hitelintézet szemle

A MAGYAR BANKSZÖVETSÉG  
KIADVÁNYA

A megjelenést a Magyar Nemzeti  
Bank támogatja

2006/ÖTÖDIK ÉVFOLYAM  
3. SZÁM

*Felelős szerkesztő:*

Fogarasi Judit

*Szerkesztőbizottság:*

Balogh Imre

Kálmán Tamás

Király Júlia

Fogarasi Judit

Móra Mária

Nyers Rezső (elnök)

Schenk Tamás

Szapáry György

Száz János

Tarafás Imre

Várhegyi Éva

*Szerkesztőség:*

1022 Budapest, Csopaki u. 6-8.

Telefon: 224-0730

e-mail: szemle@itcb.hu

ISSN 1588-6883

*Nyomdai munkálatok:*

Tyras Kft.

Ügyvezető: Sutyinszki Istvánné

## TARTALOM

A kormány Új egyensúly programja –  
nyilvánosságra hozott első változatának –  
2006. júniusi bankszövetségi értékelése ..... 1

ANDOR GYÖRGY – TÓTH TAMÁS  
Vállalati és személyi adózással kiegészített  
vállalati gazdasági elemzés egyszerűsített  
modellje ..... 11

BECSEI ANDRÁS – HOMONNAY ÁDÁM  
– ROSZIK GÁBOR  
Milyen innovációs ötleteket meríthetnek  
a magyar lakossági bankok észak-amerikai  
és délkelet-ázsiai társaiktól? ..... 29

MOLNÁR MÁRK ANDRÁS  
A hatékony piacokról szóló elmélet kritikái  
és empirikus tesztjei ..... 44

DR. BELYÓ PÁL  
Makrogazdasági kilátások ..... 63

A cikkek angol nyelvű tartalmi kivonata ..... 74

A szerzők ..... 78

A Hitelintézeti Szemle az Interneten is olvasható a Magyar Bankszövetség honlapján:

[www.bankszovetseg.hu](http://www.bankszovetseg.hu)

(Dokumentumok, Hitelintézeti Szemle menüpont)