

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2003. MÁJUS

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya

Vezető: Hamecz István ügyvezető igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Antalffy Krisztina

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926

A Parlament által elfogadott, és 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációcsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitás elérésére.

A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető, és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB a Jelentés az infláció alakulásáról című, negyedévente megjelenő kiadványban nyilvánosságra hozza azokat az elemzéseket és előrejelzéseket, amelyek alapján a Monetáris Tanács meghozza a döntéseit.

A kiadvány első részében a Monetáris Tanács állásfoglalását és döntéseinek indoklását adjuk közre. Ezt követi az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzés ismertetése az infláció és az azt meghatározó legfontosabb makrogazdasági folyamatok várható alakulásáról. Az előrejelzésekben a monetáris politika szempontjából exogénnek tekinthető változók alakulása és bizonytalansági eloszlása a Monetáris Tanács véleményét tükrözi.

TARTALOMJEGYZÉK

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	7
ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA	9
AZ MNB ELŐREJELZÉSE ÖSSZEVETVE MÁS PROGNÓZISOKKAL	10
I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	11
A MÚLTBELI INFLÁCIÓ ALAKULÁSA ÉS ELŐREJELZÉSÜNK	13
Az adatok és korábbi előrejelzésünk	13
A folyamatok értékelése	16
A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE	17
Rövid távú előrejelzés	17
Hosszú távú előrejelzés	18
Az alap-előrejelzést övező bizonytalanság	21
II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	23
KERESLET	25
A külső kereslet alakulása	26
Az államháztartás keresleti hatása	27
Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás	30
Vállalati beruházások	33
Készletberuházás	35
Külkereskedelem	37
Külső egyensúly	38
TERMELÉS	40
III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG	45
A MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA	49
MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZÚKÖSSÉG	51
BÉRINFLÁCIÓ	53
FAJLAGOS MUNKAERŐKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG	55
IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK	59
NEMZETKÖZI KÖRNYEZET ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	61
A RÖVID KAMATOK ÉS AZ ÁRFOLYAM ALAKULÁSA	64
TŐKEÁRAMLÁSOK	68
HOSSZÚ HOZAMOK ÉS INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK	71
V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	75
AZ EU-CSATLAKOZÁSSAL KAPCSOLATOS INTÉZKEDÉSEK INFLÁCIÓS HATÁSA	77
A KÜLSŐ KONJUNKTÚRA ELŐREJELZÉSEINEK VÁLTOZÁSA	79

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA

A Monetáris Tanács 2003. május 12-i ülésén megvitatta és publikálásra jóváhagyta a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványt. A tanács a következőképpen értékeli az inflációs folyamatok alakulását.

Kedvezőbb 2004-es inflációs kilátások, az előrejelzés közeledett az inflációs célhoz

A korábbi monetáris szigorítás hatására megindult a termékpiaci árazási magatartás alkalmazkodása az alacsonyabb inflációs környezethez, amit jól mutat a maginfláció elmúlt hónapokban bekövetkezett jelentős csökkenése. A Monetáris Tanács megítélése szerint a következő másfél évben folytatódik ez az alkalmazkodás.

Az MNB 2004 végére vonatkozó inflációs előrejelzésének középértéke 3,9%-ra csökkent, ezzel közelebb került a monetáris politikai döntések szempontjából releváns 2004. végi 3,5%-os inflációs célhoz. Nagyobb az előrejelzésben használnál alacsonyabb olajár valószínűsége, ami növeli az előrejelzés középértékénél alacsonyabb infláció kialakulásának esélyét.

A béralakulás és a költségvetési politika azonban továbbra is inflációs kockázatot jelent

Az infláció várható alakulása szempontjából ugyanakkor továbbra is kiemelt kockázatot jelent, hogy a bérek lassabban alkalmazkodnak az alacsonyabb inflációhoz és az államháztartás keresletcsökkentő hatása kisebb a vártnál.

Dezinflációt erősítő, illetve gyengítő tényezők 2003-ban

2003 eddig eltelt időszakában folytatódott a dezinfláció. Különösen a monetáris politika által befolyásolható termékek és szolgáltatások inflációcsökkenése volt jelentős. Az infláció csökkenése ellenében hat ugyanakkor a fogyasztás továbbra is gyors növekedése, ami részben a 2002. évben meghozott fiskális intézkedéseknek, részben pedig a reálbérek gyors növekedésének tulajdonítható. Az idei év hátralévő részében a monetáris politika hatókörén kívül eső tényezők azonban várhatóan mérséklik az inflációt. A külpiaci fejlemények közül az olajárak csökkenése, valamint az euró dollárhoz képest bekövetkezett erősödése, a belföldiek közül pedig a szabályozott árak éven belüli változása is várhatóan az alacsonyabb infláció irányába hatnak. Előrejelzésünk szerint 2003 decemberére 4,6% körül várható az éves árnövekedés üteme.

Lassú béral alkalmazkodás

A versenyszektorban a vártnál lassabban mérséklődik a bérnövekedés üteme. A munkapiaci alkalmazkodást fékezi, hogy az állami szektorban a tavalyi intézkedések miatt gyors ütemben nőnek a bérek, és a munkapiaci feszültségeket növeli, hogy a közösségi szektorban foglalkoztatottak száma is több mint 4%-kal emelkedett. A munkaköltségek gyors emelkedéséhez a vállalatok a munkaerő iránti keresletük visszafogásával alkalmazkodnak, ami a munkanélküliség emelkedését eredményezi. A bérek gyorsabb alkalmazkodása az alacsonyabb inflációhoz elősegítené a vállalatok jövedelmezőségének javítását, a versenyképesség megőrzését, és a gyorsabb gazdasági növekedést.

A továbbra is gyors belföldi keresletnövekedés fékezi a dezinflációt

2003-ban és 2004-ben egyaránt 3,5% körüli GDP-növekedés várható. Ebben szerepet játszik, hogy továbbra sem látszanak a nemzetközi konjunkturális helyzet gyors javulásának jelei, ezért az export és a beruházási kereslet bővülése várhatóan mérsékelt marad. A visszafogott növekedés dezinflációs hatását a gyors béremelkedés okozta költségoldali inflációs nyomáson túl a belföldi kereslet továbbra is gyors növekedése hátráltatja. A lakosság kedvező jövedelmi helyzetének hatására a 2002-es 10%-ot meghaladó növekedés után 2003-ban a fogyasztási kiadások 7%, 2004-ben 5% körüli bővülése várható.

Csak további költségvetési alkalmazkodással lehet visszatérni a Középtávú Gazdaságpolitikai Program fiskális pályájához

2003-ban az államháztartás kereslet-visszafogó hatása – az egyenlegjavító intézkedések ellenére – a vártnál lényegesen kisebb mértékben érvényesül, várhatóan a GDP 0,5%-át éri el. A kormány 2002-ben elfogadott Középtávú Gazdaságpolitikai Programjának végrehajtásában eddig bekövetkezett csúszást a fiskális politika a mai ismeretek szerint 2004-ben is csak részben tudja ellensúlyozni. Lényeges további

egyenlegjavító intézkedések nélkül a jelenleg előrelátható makrogazdasági folyamatok mellett az államháztartás 2004-ben a GDP 1,3%-ával mérsékelheti a belföldi keresletet. Az eltérés az eredeti fiskális pályától nehezíti a múlt évben kialakult kedvezőtlen gazdaságpolitikai kombináció – szigorú monetáris és laza fiskális politika – korrekcióját.

**Sikeres stabilizáció
a felértékelési spekulációt
követően**

A január 15–16-i felértékelési spekulációt követő másfél hónapban a jegybank kamat- és árfolyam-politikája elsősorban a megszokott üzletmenet visszaállítását, a monetáris kondíciók stabilizálását célozta. E törekvések sikeresnek bizonyultak: a jegybank a korábbinál aktívabb devizapiaci jelenléttel elérte, hogy a spekulatív külföldi tőke jelentős része a forintárfolyam és a pénzügyi rendszer stabilitását nem veszélyeztetve távozzon a hazai bankrendszerből. A forint árfolyama február eleje óta a 245 Ft/eurós szint körül alakult, és a monetáris eszköztár február 24-i helyreállítása óta a hozamgörbe is stabil.

Budapest, 2003. május 12.

**Magyar Nemzeti Bank
Monetáris Tanács**

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

(az előző év azonos időszakához képest, százalék; ha másképp nem jelezzük)

	2001	2002	2003		2004	
	Tény		Előrejelzés			
			februári Jelentésben	Új*	februári Jelentésben	Új*
Fogyasztói árindex						
December	6,8	4,8	5,2	4,6	4,0	3,9
Éves átlag	9,2	5,3	5,2	4,5	4,6	4,1
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet	1,6	-0,8	3,9	2,6- 3,7 -4,5	4,8	3,0- 4,6 -6,1
Feldolgozóipari hozzáadott érték	1,6	0,5 ¹	3,5	2,0- 3,3 -4,5	4,2	2,5- 4,4 -6,0
Lakossági fogyasztás ²	5,7	10,2	6,6	5,2- 6,6 -7,4	4,1	3,5- 5,0 -6,5
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	5,8	3,4	2,5- 4,0 -5,0	3,1	2,0- 4,3 -6,0
Belföldi felhasználás	1,9	5,1	4,3	4,4- 4,9 -5,4	3,3	3,6- 4,3 -5,0
Export	8,8	3,8	4,0 ³	1,8- 3,4 -5,0	7,0 ³	4,0- 6,7 -9,5
Import	6,1	6,1	5,2 ³	3,3- 5,3 -7,3	6,5 ³	4,4- 7,4 -10,4
GDP	3,8	3,3	3,5	3,2- 3,4 -3,6	3,6	3,2- 3,6 -4,0
A folyó fizetési mérleg hiánya						
A GDP százalékában	3,4	4,0	5,0 ⁴	4,7- 5,1 -5,5	4,6 ⁴	4,6- 5,1 -5,6
Milliárd euróban	2,0	2,8	3,7 ⁴	3,6- 3,9 -4,2	3,6 ⁴	3,8- 4,2 -4,6
Államháztartás						
Keresleti hatás	1,8	4,3	(-0,9)	(-1,0)-(- 0,5)-0,2	(-2,4)	(-2,5)-(- 1,3)-0,0
Munkapiac (versenyszféra)⁵						
Bérinfláció	14,6	12,8	7,8	7,9 - 8,8 - 9,7	5,4	5,3 - 6,5 - 7,7
Foglalkoztatottság	1,1	(-0,2)	(-0,1)	(-0,9)-(- 0,4)-0,1	0,1	(-1,0)-(- 0,2)-0,6
Feldolgozóipari fajlagos munkaerőköltség-alapú reálárfolyam⁶						
Éves átlag	8,6	11,3	(-0,1)	1,5 - 1,0 - 0,5	(-1,1)	(-1,0)-(- 1,7)-(-2,4)
IV. negyedév	14,5	8,9	(-4,5)	(-2,8)-(- 3,3)-(-3,8)	0,2	0,0-(- 0,7)-(-1,4)

* Centrális előrejelzés a vastaggal jelölt középső érték, mellette az előrejelzés alsó és felső határa, melyek közé 60 százalékos valószínűséggel eshet a változó értéke.

¹ 2002. III-IV. negyedévben korrigált idősor, ld. II. fejezet, 40. oldal.

² Fogyasztási kiadás.

³ A statisztikai módszertani váltástól megtisztítva, ld. II. fejezet, 37. oldal (Külkereskedelem)

⁴ A statisztikai módszertani váltástól megtisztítva, ld. II. fejezet, 38. oldal (Külső egyensúly)

⁵ Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga.

⁶ A pozitív érték fel, a negatív leértékelődést jelent.

Az MNB előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2003	2004
Fogyasztói árindex december/előző év december (százalék)		
MNB*	4,6	3,9
Reuters felmérés (2003. április)	4,9	4,1
Fogyasztói árindex éves átlagos növekedése (százalék)		
MNB*	4,5	4,1
Consensus Economics (2003. március)**	5,1	4,4
Európai Bizottság (2003. április)	5,0	4,5
IMF (2003. április)	5,3	4,8
OECD (2003. április)	5,2	4,6
Reuters-felmérés (2003. április)	4,8	4,3
GDP éves növekedése (százalék)		
MNB*	3,4	3,6
Consensus Economics (2003. március)**	3,6	4,1
Európai Bizottság (2003. április)	3,7	4,1
IMF (2003. április)	3,6	3,9
OECD (2003. április)	3,1	3,7
Reuters-felmérés (2003. április)	3,6	4,1
Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)		
MNB*	3,9	4,2
Consensus Economics (2003. március)**	3,7	3,9
Reuters felmérés (2003. április)	3,3	3,8
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)		
MNB*	5,1	5,1
Európai Bizottság (2003. április)	4,4	3,5
IMF (2003. április)	4,8	4,6
OECD (2003. április)	4,5	3,8

* Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések. Bizonyos gazdaságpolitikai változókra (forintárfolyam, kamat, fiskális politika) és külső feltevésekre (dollárárfolyam, olajár) nem feltétlenül a legvalószínűbb esetet vesszük alapul, hanem egy, a Monetáris Tanáccsal közösen kialakított szabályok alapján készül az előrejelzés. Így az MNB-előrejelzések közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

** A Consensus Economics Inc. (London) „Eastern Europe Consensus Forecasts” felmérése alapján. A fizetési mérlegnél a felmérés dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket 2002. évi átlagos euró/dollár keresztárfolyammal számítottuk át.

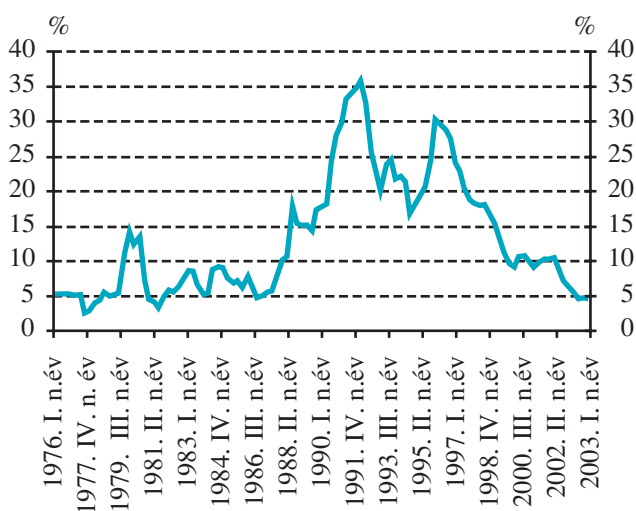
I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A MÚLTBELI INFLÁCIÓ ALAKULÁSA ÉS ELŐREJELZÉSÜNK

Az infláció üteme a tavalyi év végi – az MNB két éve kitűzött inflációs céljának megfelelő – 4,8% után az idei év első negyedévében 4,6% volt. Ez a magas inflációs környezethez szokott magyar gazdaságban igen alacsony értéknek számít: a nyolcvanas évek eleje óta nem mértek tartósan 5% alatti inflációt Magyarországon.

A februári *Jelentésben* az első negyedévben megvalósultnál magasabb inflációra számítottunk. A váratlanul felgyorsult dezinfláció jellemzően a monetáris politika által is befolyásolt körben következett be; az egyéb, külsődleges folyamatok összességében semleges hatásúak voltak.

I-1. ábra A hazai infláció alakulása, 1976–2003 (előző év azonos időszakához képest)



A tíz uniós tagjelölt ország között ugyanakkor ez a magyar viszonylatban alacsony mértékű árnövekedés a magasabbak közé tartozik, aminél jelenleg csak három ország inflációja magasabb.¹

Az első negyedéves hazai adatok értékelését árnyalják a negyedéven belüli havi folyamatok, ugyanis több eset-

ben a negyedév végén a megelőző két hónappal ellentétes tartalmú információt észleltünk.

Másrésről a fogyasztói árindex csökkenése a hosszabb távú inflációs folyamatok megítélése szempontjából fontos, a monetáris politika által is befolyásolható tételeknél *egyidejűleg* ment végbe, ezért nem lehet az első negyedéves adatokat sem átmeneti zajnak, sem a monetáris politikától független jelenségnek minősíteni. Mivel ezek a tételek – iparcikkek, piaci szolgáltatások, feldolgozott élelmiszerek – nagy súllyal szerepelnek a maginflációs mutatóban is, ezért a továbbiakban elsősorban a maginfláció alakulását elemezzük.

AZ ADATOK ÉS KORÁBBI ELŐREJELZÉSÜNK

Az infláció az első negyedévben 0,2 százalékponttal csökkent. Ez a csökkenés elsősorban az iparcikkek és a piaci szolgáltatások meglepetésszerűen alacsony inflációjának tudható be. Mindezek következtében a maginfláció a negyedév során a teljes fogyasztói árindexnél lényegesen nagyobb mértékben, 0,7 százalékponttal csökkent.

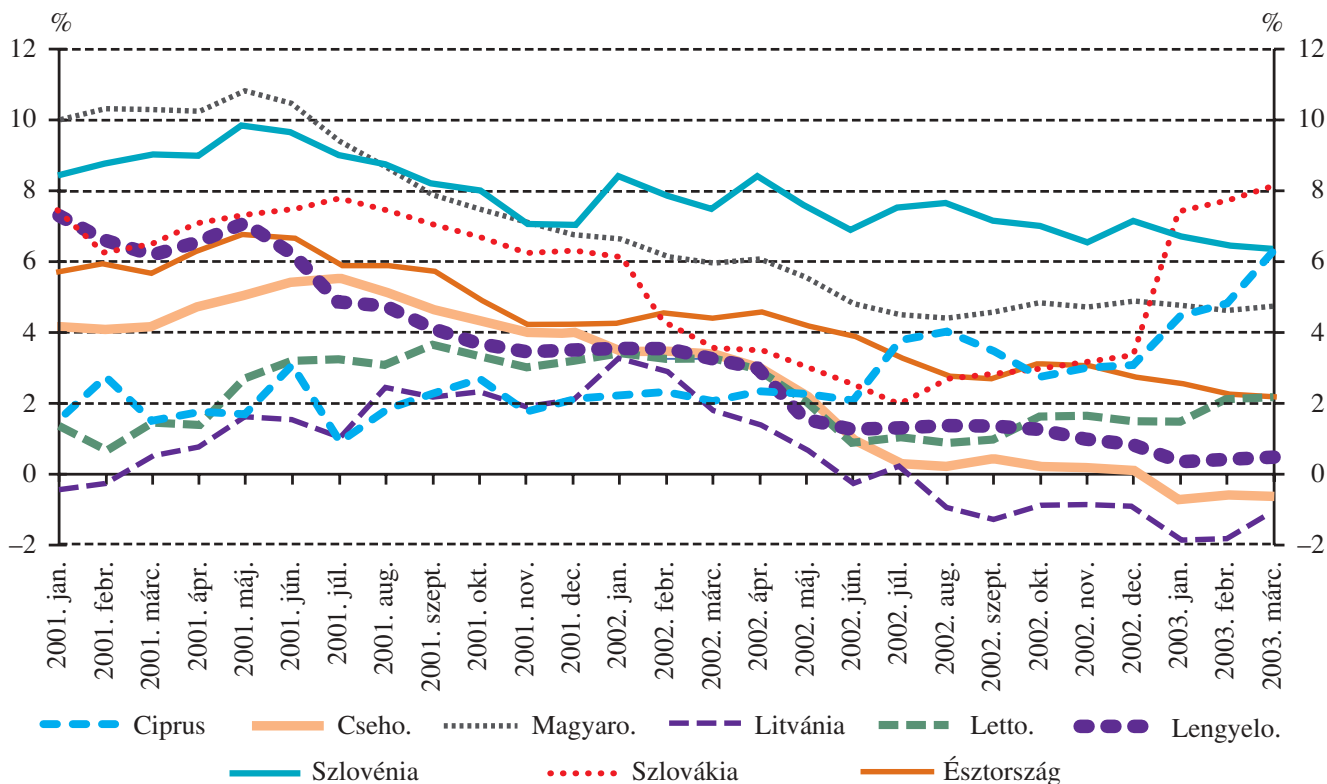
A negyedéven belüli dinamikát tekintve megállapítható, hogy a maginfláció főleg januárban csökkent jelentősen az előző hónaphoz képest, majd a negyedév további részében a havi árváltozások fokozatosan visszatértek a 2002. során jellemző értékekhez.

A januári alacsony index lényegében a piaci szolgáltatások és a feldolgozott élelmiszerek áralakulásának volt a következménye, míg februárban az iparcikkek tartották alacsonyan a maginflációt. Érdemes kiemelni, hogy, bár a *tartós* iparcikkek körében a havi indexek már a sávszélesítés óta deflációt mutatnak, februárban ez a *teljes* iparcikkcsoportban is megfigyelhető volt.

A maginfláció részét képező, de az adószabályok által is jelentősen befolyásolt alkohol, dohány termékkör, valamint a monetáris politika számára exogén tételek inflációja a negyedév során gyorsult, illetve stagnált. A járműüzemanyagok esetében az év eleji áremelkedés oka az akkori magas olajár, míg a dohánytermékek körében

¹ A három ország Szlovénia, Szlovákia és Ciprus. Az utóbbi kettő esetében azonban a magas infláció egyszeri adó- és regulációs intézkedésekhez köthető, így átmenetinek tekinthető (Szlovákia esetében az idei év elején végrehajtott regulációs áremelések, míg Cipruson egy szintén idei év eleji adóemelés állt a háttérben). 2002 során az infláció mindkét országban a magyar adatoknál alacsonyabb volt.

I-2. ábra A hazai infláció és a csatlakozó országok inflációja, 2001–2003



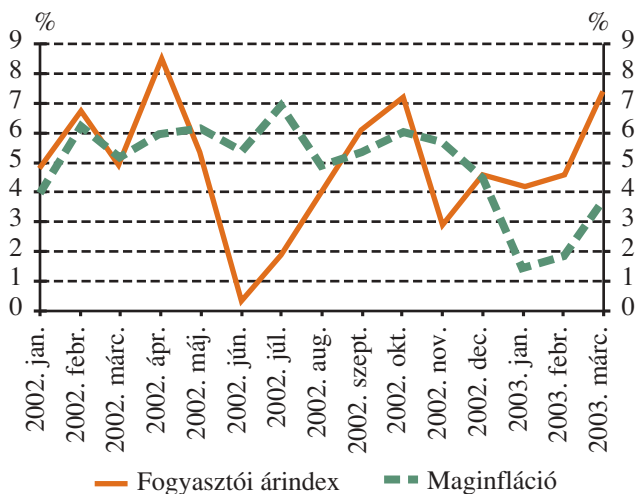
a 2002. szeptemberi jövedékiadó-emelés áthúzó hatása miatt nőttek az árak.

Hasonló képet mutat a februári előrejelzésünk és a 2003. első negyedévi tények összevetése is. A legfontosabb tanulság az, hogy a tény fogyasztói árindex adat előrejelzésünkönél 0,3 százalékponttal alacsonyabb lett,

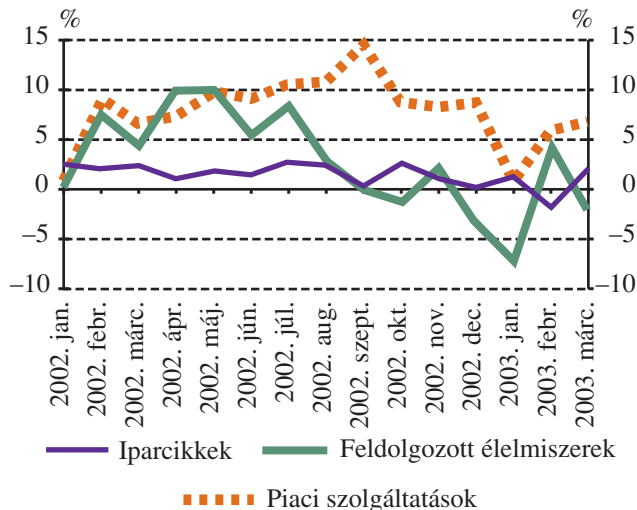
ami elsősorban a maginflációnál megfigyelhető eltérés következménye.

Az inflációt alakító fontosabb folyamatok első negyedéves tényadatai azt is mutatják, hogy előrejelzésünk és a tények különbsége nem abból származik, hogy a magyarázó változók a feltételezettől jelentősen eltérően

I-3. ábra A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása (évesített havi indexek)



I-4. ábra A maginfláció fontosabb összetevőinek alakulása (évesített havi indexek)



I-1. táblázat A februári előrejelzés és a tények összevetése

	Súly %	Tény éves index	Februári előrejelzés	Eltérés százalékpont	Eltérések súlyozva*
Élelmiszerek	18,8	1,6	1,9	0,3	0,06
feldolgozatlan	6,3	-0,8	-1,7	-0,9	-0,06
feldolgozott	12,5	2,7	3,6	0,9	0,11
Iparcikkek	26,6	1,4	1,9	0,5	0,14
Piaci szolgáltatások	19,1	8,5	9,0	0,5	0,10
Piaci energia	1,5	6,5	5,3	-1,2	-0,02
Járműüzemanyag	4,7	14,4	12,3	-2,1	-0,10
Alkohol, dohányáru	9,8	10,5	9,7	-0,8	-0,07
Szabályozott árak	19,4	3,0	3,6	0,6	0,11
Fogyasztói árindex	100,0	4,6	4,9	0,3	0,27
Maginfláció	68,1	5,0	5,3	0,3	0,31

* Kerekítés miatt a részek nem pontosan adódnak össze.

I-2. táblázat A februári előrejelzésben használt feltevések és előrejelzések, valamint a 2003. első negyedévi tények

	Februári előrejelzésben	Első negyedéves tények*
Versenyszféra bérinfláció	10,1%	10,3%**
Munkaegység- költség (ULC)	5,5%	5,2%**
Lakossági fogyasztás	7,4%	8,3%**
Forint/euró árfolyam	245 Ft/euró	243,63 Ft/euró
Dollár/euró árfolyam	1,062 dollár/euró	1,073 dollár/euró
Brent olajár	31,2 dollár/hordó	31,4 dollár/hordó
Importált infláció***	1,1%	0,6%

* MNB-becslés.

** Ténybecslés a 2002. negyedik negyedévi tényadatok alapján.

*** Évesített havi növekedési ütemek.

alakultak volna. Különösen fontos megjegyezni, hogy a munkaegységköltség annak ellenére lett kisebb az előrejelzésnél, hogy a nominális bérek előrejelzésünkénél jobban nőttek. Ez ugyanis azt jelzi, hogy az eltérés olyan folyamatok eredménye lehet, amelyek a deflációs környezethez való fokozatos nominális alkalmazkodás következményei.

A februári *Jelentés* rövid távú, azaz 2003. első negyedévére vonatkozó előrejelzésének elkészítésekor a maginfláció esetében figyelembe vettünk a folyamatok tehetetlenségére alapozó módszereket is. A nemzetközi tapasztalat szerint az ilyen módszerek rövid távon jobban teljesítenek az elméleti megközelítésekénél.

Az előző *Jelentés* óta tovább bővítettük rövid távú előrejelzési módszereinket, így ezután az előrejelzendő időszor tehetetlenségén túl figyelembe veszünk más változókkal való statisztikai kapcsolatokat is. Ennek legfontosabb hozadéka, hogy így az inflációs folyamatbeli fordulópontok (rövid távú) előrejelzése is lehetségessé válik.

A legutóbbi *Jelentésben* a maginflációra adott egy negyedéves előrejelzésünk tényektől való eltérése szokatlanul nagy volt, és elképzelhetőnek tűnt, hogy ennek oka az akkor használt módszerek hiányossága volt. Vizsgálataink azonban azt mutatták, hogy a hiba akkor sem lett volna számottevően kisebb, ha jelenlegi módszereink már februárban rendelkezésre álltak volna.²

² Érdemes megemlíteni, hogy a most bevezetett ún. VAR (vektor *autoregresszió*) egyenlet előrejelzési hibája 2003. első negyedévére vonatkozóan – a hivatalos előrejelzéssel megegyezően – 0,3 százalékpont volt. Ennél a módszernél utólagára hasonló nagyságú eltérés a sávzáselesítés utáni időszakban fordult elő.

A maginfláción kívüli tétel esetében előrejelzésünk összességében nem különbözött a tényektől. A járműüzemanyagok ára elsősorban a magas világpiaci olajárak miatt emelkedett, míg a sertéshús ára előrejelzésünket meghaladó mértékben esett.

A szabályozott árak esetében az előrejelzésünknel alacsonyabb index két tétel, az elektromos energia és a telefondíj vártnál kisebb mértékű áremelkedésének következménye.

A FOLYAMATOK ÉRTÉKELÉSE

A szokásosnál jóval nagyobb a bizonytalanság a tekintetben, hogy az első negyedéves folyamatokból milyen tanulságokat lehet leszűrni a jövőre vonatkozóan. A bizonytalanságnak két oka van: egyrészt az adatok sem mutatnak egyértelmű képet, másrészt a lehetséges magyarázatok is többértékűek.

Az adatok esetében a bizonytalanság onnan ered, hogy míg negyedéves szinten a maginfláció csökkenése egyértelmű, addig a havi adatok szerint ez elsősorban a januári, meglepetésszerű csökkenés eredménye; a havi indexek február–márciusban már emelkedtek. Ugyanakkor az iparcikkek esetében a negyedév során éppen februárban volt a legalacsonyabb az árindex, amikor is ebben a termékkörben defláció volt.

Elképzeltető, hogy ennek oka a 2002 utolsó negyed- évét és az ez év elejét jellemző igen erős árfolyam, ami a kereskedőket a készletek feltöltésére ösztönözte, és februárban ezeket az alacsony áron felhalmozott készleteket értékesítették. Ha ez így van, akkor ez minden-

képpen egy egyszeri hatás, és hosszabb távon – a tartós felértékelődésből adódó árfolyam-begyűrűzéssel ellentétben – nem eredményez az iparcikkek körében alacsonyabb inflációt.

A folyamatok értékelését nehezíti, hogy míg a maginfláció alacsony első negyedéves értéke azt mutatja, hogy a termékpiacon megindulhatott az alacsony inflációs környezethez való alkalmazkodás, addig a munkapiacra ennek nem látjuk egyértelmű jelét.

Amennyiben a béremelések alacsony inflációhoz való alkalmazkodása csak lassan megy végbe, akkor a defláció reálgazdasági költségei megnőnek. A nominálbéreknek az áremelkedés ütemét meghaladó emelkedése ugyanis a profitráta csökkenéséhez vezet, amihez a vállalatok csak a létszám csökkentésén keresztül tudnak alkalmazkodni. Ennek következménye, hogy fékeződik a kibocsátás, azaz az alacsony infláció magas reálköltségek mellett valósul meg. Mivel a nominális bérnövekedés a negyedév során viszonylag magas volt, nem zárható ki, hogy az év eleji alacsony infláció a fenti alkalmazkodási folyamat első jele.

Ugyanakkor az első negyedév fogyasztási adatai a keresleti oldalról származó inflációs nyomás erősödését mutatják, amit tovább erősít az a tény, hogy a 2002-es nagymértékű fiskális expanziót becslésünk szerint idén egy szerény mértékű visszafogás követi.

A 2003 első negyedéves inflációs folyamatok tehát, bár mindenképpen kedvezőnek mondhatók, ugyanakkor többféleképpen is értelmezhetőek, és ezáltal jelentősen megnövelik előrejelzéseink bizonytalanságát.

A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE

A 2003. első negyedévi infláció az általunk vártnál jóval alacsonyabb volt. Ahogy azt az előző fejezetben már említettük, ma alkalmazott legjobb módszereink sem lettek volna képesek az előző negyedévi alacsony árindexet előre jelezni. Azt gondoljuk, hogy a dezinflációs folyamat során előre haladva összgazdasági szinten újabb és újabb közvetett hatások erősödnek fel, amelyek fenntarthatóvá teszik a már elért inflációs szintet.

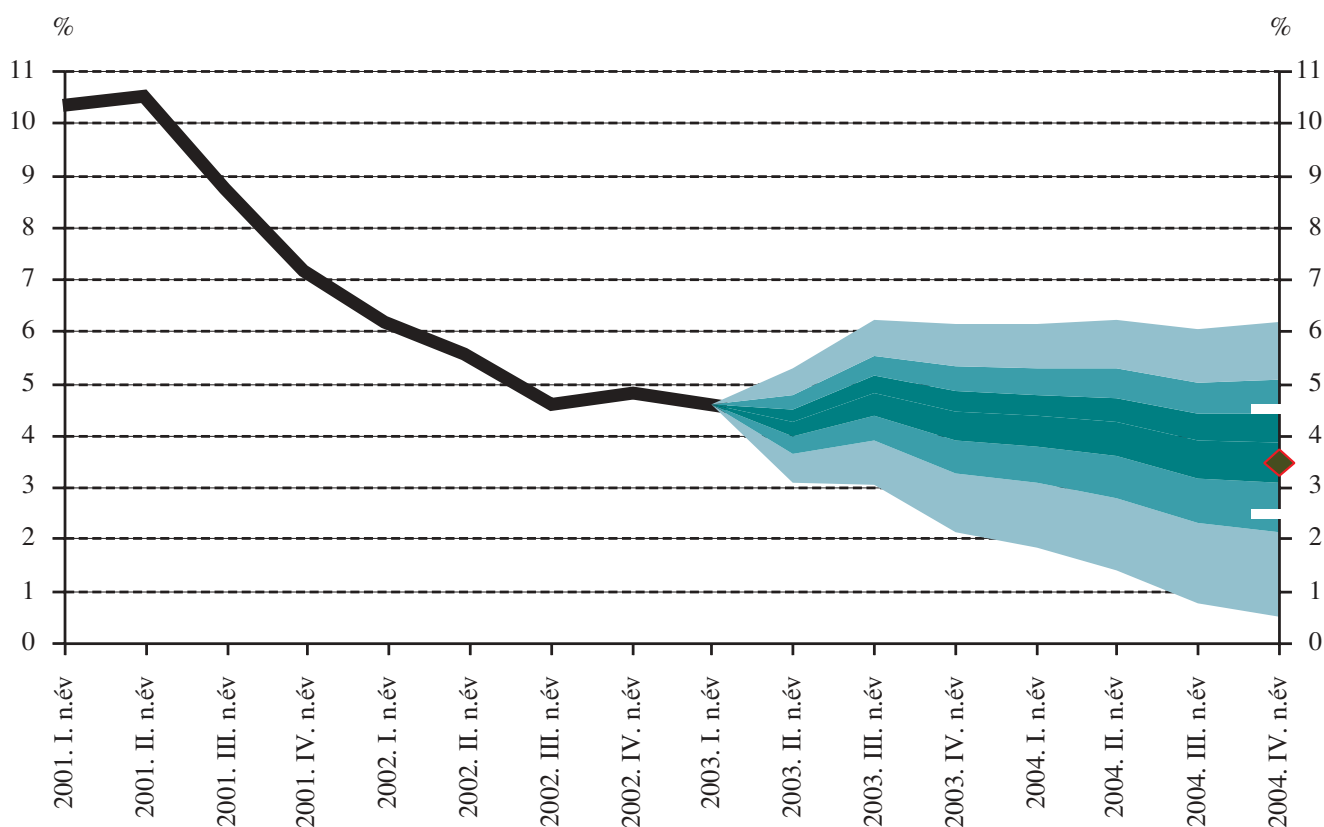
Éppen ezért az elmúlt három hónapban megfigyelt meglepetésszerűen gyors dezinfláció mérséklőleg hat idei év végi inflációs előrejelzésünkre is. Ugyanakkor az azt övező bizonytalanság a korábbiaknál nagyobb.

Össességében az előző *Jelentéshez* képest mind a 2003, mind a 2004 decemberére vonatkozó prognózist csökkentettük: alap-előrejelzésünkben az idei év végére 4,6 százalékos, míg a jövő év végére 3,9 százalékos inflációt prognosztizálunk. Ez azt jelenti, hogy összességében az idei év második felében inkább stagnál, míg jövőre igen lassan mérséklődik az infláció.

RÖVID TÁVÚ ELŐREJELZÉS

Rövid távú előrejelzésünk 2003. második negyedévére átlagosan 4,3 százalékos fogyasztói árindexet mutat. Bár ebben szerepet játszik a maginfláció alacsony érté-

I-5. ábra Az inflációs előrejelzés legyezőábrája* (előző év azonos időszakához képest)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint módozst) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A 2004. végi pont az inflációs cél értékét (3,5%), a két vonal az e mellé rendelt $\pm 1\%$ -os toleranciasávot mutatja.

ke, a fogyasztói árindex csökkenését döntő módon egyes külsődleges tényezők – járműüzemanyagok, illetve néhány feldolgozatlan élelmiszer várható árcsökkenése okozza.

Ugyanakkor várakozásunk szerint az árindex gyors csökkenése a második negyedév végén megtörik. Ez egyrészt annak a következménye, hogy nem számítunk a feldolgozatlan élelmiszerek körében a tavaly nyár eleji árcsökkenés újbóli bekövetkezésére, ami emeli a mostani éves árindexet (alacsony tavalyi bázis hatása). Másrészt a májusi gázáremelés döntő része is várhatóan a júniusi fogyasztói árindexben jelenik meg.

HOSSZÚ TÁVÚ ELŐREJELZÉS

2003 decemberére 4,6 százalékos inflációt jelzünk előre, amely 0,6 százalékponttal alacsonyabb az előző *Jelentésben* szereplő prognózisnál. A 2004 decemberére előrejelzett 3,9 százalékos árindex ennél kisebb, 0,1 százalékpontos módosítást jelent.

Összességében a következő bő másfél évben a defláció lassú folytatódására számítunk, amelyben a főszerepet a monetáris politika számára releváns tételek lassan, fokozatosan mérséklődő árnövekedése játssza.

Ezzel kapcsolatban fontos megjegyezni, hogy mivel – mint azt a következőkben kifejtjük – a deflációban egyre inkább az összgazdasági szinten megjelenő közvetett hatásoknak van döntő szerepük, ezért a jövőben a maginflációs mutató alapját képező csoportokra (feldolgozott élelmiszerek, iparcikkek, piaci szolgáltatások, alkohol és dohánytermékek) külön-külön nem, csak a maginfláció egészére, illetve az azon kívüli tételekre mutatjuk be előrejelzésünket.

A mostani és az előző *Jelentésben* publikált 2003. decemberi előrejelzés közötti eltérést legnagyobb mérték-

ben az olajár csökkenéséből fakadó járműüzemanyagár-csökkenés, illetve a maginflációt alkotó tételek alacsonyabb inflációja magyarázza.

A 2004 decemberére vonatkozó prognózisok különbségében még mindig meghatározó a jármű-üzemanyagok árindexének várható csökkenése, ugyanakkor maginflációs előrejelzésünk emelkedett, azaz éppen az ellenkező irányban hat. Ennek hátterében az áll, hogy a 2003 elején – a vártól némileg korábban – felerősödő, aggregált szinten érvényesülő defláció 2004 folyamán lelassul a fiskális politika – a korábban feltételezettnél kevésbé megszorító – keresleti hatása és a magas versenyszféra bérinfláció miatt. Mindazonáltal a regulált termékek és szolgáltatások ára jelenlegi előrejelzésünk szerint mindkét évben kisebb mértékben nőhet, mint azt korábban vártuk. A feldolgozatlan élelmiszerek ára a korábban feltételezettnél kismértékben jobban emelkedhet, ugyanakkor ezzel együtt a lefelé irányuló kockázat is nőtt.

Előrejelzésünk hátterében az áll, hogy bár a deflációs folyamatban a kezdeti hatást a forint tartós nominális felértékelődése jelentette, az teljes egészében csak évek alatt, közvetett hatásokon keresztül bontakozik ki. A 2001. májusi sávzsékesítést követően a forint felértékelődése nyomán a forintban kifejezett importárak mérséklődtek, ami elsősorban a külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek esetében rövid idő alatt a korábbiaknál lassabb árnövekedést, egyes termékkörökben ármérséklődést okozott. További hatásként az importált termékekkel versengő hazai termékeknel is általánosan megfigyelhetővé vált az árak mérsékeltebb növekedése.

Az elmúlt negyedévi igen alacsony fogyasztói árindex, illetve a TÁRKI vállalati inflációs várakozásokra vonatkozó felmérése azt mutathatja, hogy a deflációs folyamat újabb szakasza, a vállalatok termékpiaci alkalmazkodása is érzékelhetően hatással van már a fogyasztói

I-3. táblázat A fogyasztói árindex alap-előrejelzése

	Súlyok	Tény	Előrejelzés									
		2003	2003					2004				
		%	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	Dec.	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	Dec.
Becsült maginfláció	68,1	5,0	4,6	4,4	4,1	4,1	4,3	4,1	3,9	3,8	3,8	
Feldolgozatlan élelmiszerek	6,3	-0,8	0,7	8,7	7,8	8,5	6,5	5,6	5,4	5,2	5,2	
Járműüzemanyag és piaci energia	6,2	12,5	3,4	-1,4	-1,5	-1,1	-5,5	0,3	1,4	1,4	1,3	
Szabályozott árak	19,4	3,0	4,5	7,1	6,6	6,5	7,2	5,6	4,3	4,6	4,6	
Fogyasztói árindex	100,0	4,6	4,3	4,8	4,5	4,6	4,4	4,2	3,9	3,9	3,9	
Éves átlag				4,5			4,1					

I-4. táblázat Az aktuális előrejelzés eltérése a 2003. februári előrejelzéstől (százalékpont)

	Abszolút eltérés		Tétel hozzájárulása a CPI eltéréséhez*	
	2003. december	2004. december	2003. december	2004. december
Becsült maginfláció	-0,4	0,1	-0,22	0,09
Feldolgozatlan élelmiszerek	1,9	0,5	0,13	0,03
Járműüzemanyag és piaci energia	-7,4	-1,7	-0,45	-0,11
Szabályozott árak	-0,8	-0,7	-0,14	-0,13
Fogyasztói árindex	-0,6	-0,1	-0,64	-0,12

* A fogyasztói árindex és az egyes tételek összege közötti esetleges eltérés a kerekítésből adódik.

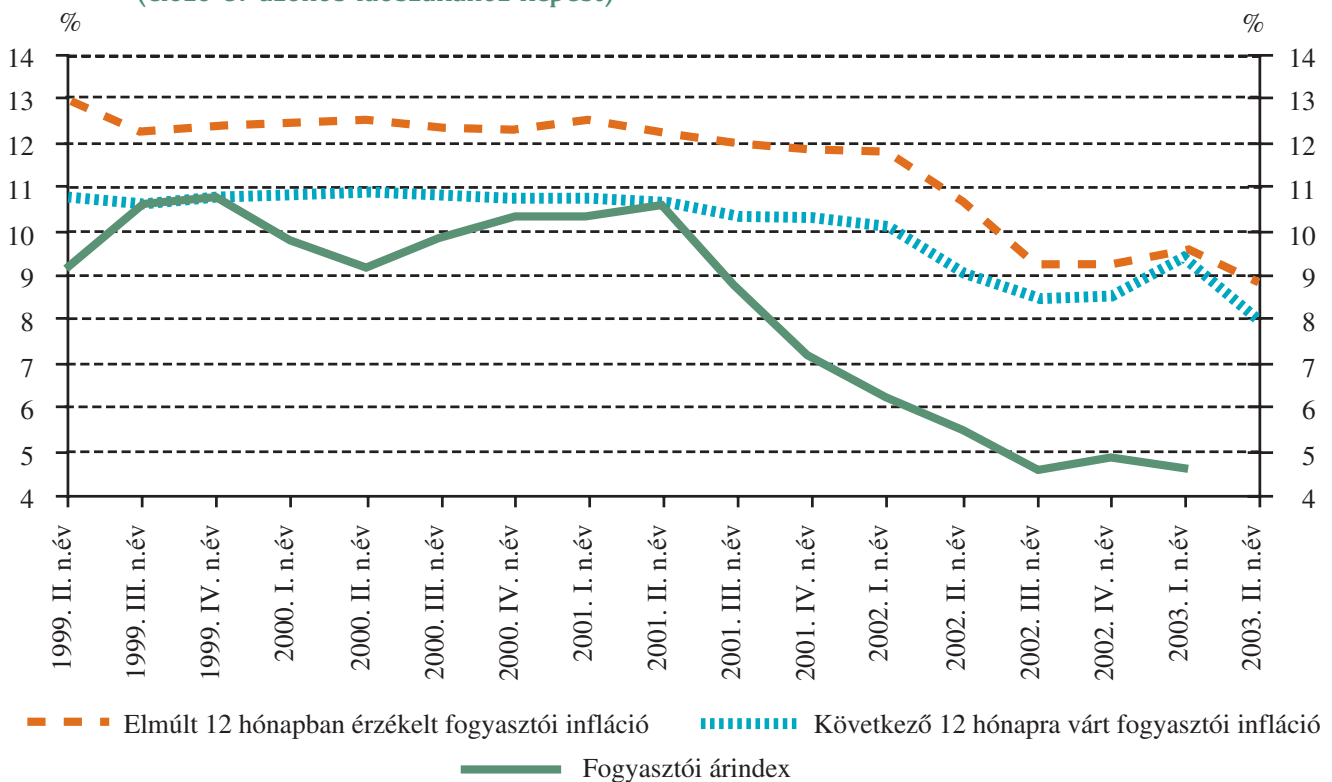
árakra. Az eddig bekövetkezett defláció ugyanis az inflációs várakozások mérséklődésén keresztül hatással lehet a vállalati árképzésre is.

Az értékesítési árak mérséklődő növekedése ugyanakkor a bérinfláció már látható, de lassú csökkenése mellett megy végbe, amely a vállalatok profitrésének szűküléséhez vezet. A reálgazdasági szereplőknek végső soron reálbérkölségeik csökkentésén vagy a termelékenységük növelésén keresztül kell alkalmazkodniuk a

mérséklődő inflációs környezethez. Azt várjuk, hogy ez a munkapiaci alkalmazkodás a jövő év során erősödhet fel.

Összefoglalóan tehát elmondhatjuk, hogy míg két éve és tavaly a deflációs folyamatban a reálárfolyam felértékelődése játszotta a döntő szerepet, addig a hazai reálgazdasági folyamatok, a bérek és a várakozások alkalmazkodása igen mérsékelt volt.³ Várakozásunk szerint azonban az idei évtől kezdve a reálárfolyam

I-6. ábra Vállalati inflációs várakozások (TÁRKI felmérés) (előző év azonos időszakához képest)

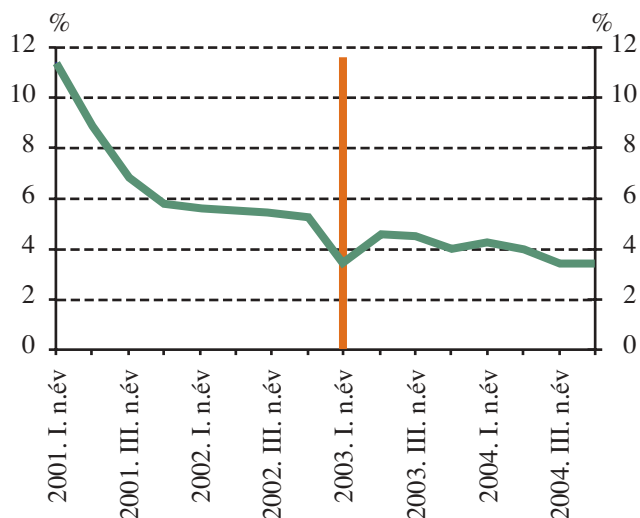


³ MNB Füzetek 2003/5. Jakab M. Zoltán–Kovács Mihály András: Az árfolyam-begyűrés meghatározói: szimulációk a NIGEM-moddellel; illetve Jelentés az infláció alakulásáról 2003. február, V. 2. fejezet. (ld. <http://www.mnb.hu/>)

egyre kevésbé járul hozzá az infláció mérséklődéséhez. Ugyanakkor a hazai gazdasági szereplők alkalmazkodása fenntarthatóvá teheti az elért alacsony inflációs környezetet, illetve a további dezinfláció hajtóerejévé válhat.

Mindezek miatt a monetáris politika által leginkább befolyásolható tételek árszintjében a 2003 első negyedében bekövetkezett változást javarészt tartósnak gondoljuk. Ugyanakkor úgy véljük, hogy a dezinfláció ütemének ilyen mértékű felgyorsulása csak átmeneti lehetett. 2004 folyamán a maginfláció csökkenése az előző *Jelentésben* adott előrejelzéshez képest mérséklődhet. Ennek oka az, hogy 2004-ben a fiskális keresleti hatás, illetve versenyszféribeli béremelkedés a korábban feltételezettnél magasabb lesz.

I-7. ábra A maginfláció előrejelzése (évesített negyedéves növekedési ütemek)



Az alap-előrejelzés készítésénél használt exogén feltevések a 2003. februári előrejelzésben alkalmazottakhoz képest némileg megváltoztak. A világgpiaci olajár adott feltevésünk közel 20%-kal alacsonyabb a februári értékénél, s így – főleg rövid távon – az infláció csökkenésének irányába hat. Továbbá csökkenő infláció irányába hat a dollár/euró árfolyamra és az importált iparcikk inflációra adott feltevésünk változása, ugyanakkor – főleg hosszabb távon – inflációt növelő a versenyszféribeli béralakulásra és a lakossági fogyasztásra vonatkozó prognózisunk eltérése a februáritól.

Az alap-előrejelzés készítésénél használt olajárfeltevés a Monetáris Tanács döntése szerint – a korábbi gyakorlatnak megfelelően – a konstans feltevésszabály szerint készült, azaz az áprilisi átlagot vetítettük előre a teljes előrejelzési horizontra. Az alternatív olajárpályák (a határidős árakból és a márciusi Consensus Economics felméréséből számítottak) ezzel szemben idén magasabb, jövőre pedig alacsonyabb olajárat valószínűsítettek. A két alternatív pálya az alap-előrejelzéshez képest idén év végén némileg magasabb, jövő év végén pedig 0,3 százalékponttal alacsonyabb inflációt eredményezne.

A szabályozott árú kör esetében a februári *Jelentésünk*höz képest alacsonyabb feltételezett árnövekedés mögött döntően a gázáremelés tervezett lakossági kompenzációja áll.

Fontos megjegyezni, hogy előrejelzésünk az Európai Unióhoz történő csatlakozásból eredő, kötelező adó- és szabályozási intézkedések inflációs hatásainak figyelembe vételével készült. Az ilyen konkrét, már előre látható intézkedések 2003-ban hozzávetőlegesen 0,5–0,6 százalékponttal emelik az árindexet, míg ez a hatás 2004-ben 0,2–0,5 százalékpontos lehet.⁴

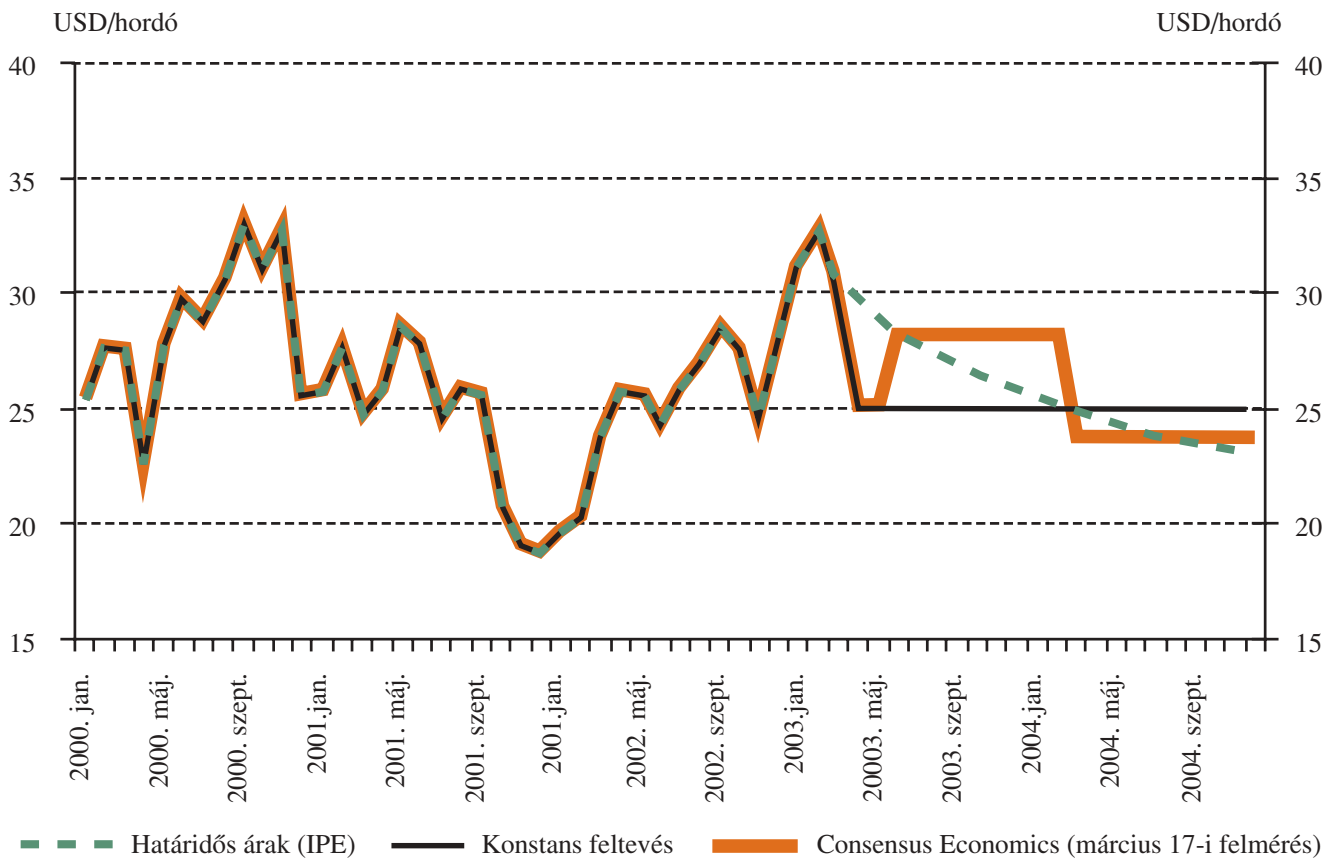
I-5. táblázat Az alap-előrejelzés feltevései

	2003. februári előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben		Változás	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Forint/euró árfolyam (forint)	245,0		245,6 ¹		+0,2%	
Dollár/euró árfolyam (cent)	106,2		108,5 ¹		+2,2%	
Brent olajár (dollár/hordó)	31,2		25,0 ¹		-19,9%	
Importált iparcikk infláció (%) ³	1,1	1,1	1,0	1,0	-0,1 ²	-0,1 ²
Versenyszféribeli bérinfláció (%)	7,8	5,4	8,8	6,5	+1,0 ²	+1,1 ²
Vásárolt lakossági fogyasztás (%) ⁴	6,6	4,1	6,6	5,0	0,0 ²	+0,9 ²

¹ 2003. április hónap átlaga. ² Százalékpontos eltérés. ³ Évesített havi növekedési ütemek átlaga. Euróavezet-11 iparcikk inflációja. Forrás: Eurostat. NewCronos kód: igoodsxe. ⁴ Éves átlagos növekedés.

⁴ Lásd V. fejezet, 77. oldal.

I-8. ábra Alternatív olajárfeltevések



AZ ALAP-ELŐREJELZÉST ÖVEZŐ BIZONYTALANSÁG

Az alap-előrejelzés bizonytalansági eloszlását a múltbeli előrejelzési hibáink és a Monetáris Tanács aktuális kockázatértékelése alapján készítettük el. Jelenlegi előrejelzésünkben – a monetáris politika számára releváns, hosszabb időhorizonton – a fő bizonytalanságot a versenyszférabeli béralakulás és a fiskális politika jelenti, de egyes külpiazi folyamatok – főleg az olajárak esetleges csökkenése – is jelentősen befolyásolhatja az inflációt.

Előrejelzésünk szerint a 2004. végi célnál ($3,5 \pm 1\%$) alacsonyabb, illetve magasabb infláció valószínűsége megközelítőleg ugyanakkora, mintegy 30 százalékos. Mind 2003-ban, mind 2004-ben a bizonytalansági el-

oszlás alakja aszimmetrikus: összességében a 3,9%-os alap-előrejelzésnél alacsonyabb infláció kialakulásának nagyobb a valószínűsége.

Míg a Monetáris Tanács megítélése szerint az alap-előrejelzésnél alacsonyabb, illetve magasabb bérek kialakulásának valószínűsége szimmetrikus, addig az áprilisi szinten (25 dollár/hordó) feltételezett konstans olajárfeltevés alacsonyabb infláció felé mutat 2003-ban és 2004-ben.

2004-ben a fiskális keresleti hatás mértéke jelent szimmetrikus bizonytalansági tényezőt. Számításaink szerint ez 2004 decemberében mintegy 0,1 százalékponttal okozhat alacsonyabb, illetve magasabb inflációt; az eltérő fiskális forgatókönyvek inflációs hatása több év alatt bontakozik ki.

I-6. táblázat A legyezőábra sávjainak határai (előző év azonos időszakához képest, százalék)

	90% alsó	60% alsó	30% alsó	Centrális pálya (módusz)	30% felső	60% felső	90% felső
2003. II. n.év	3,1	3,7	4,0	4,3	4,5	4,8	5,3
2003. III. n.év	3,1	3,9	4,4	4,8	5,1	5,5	6,2
2003. IV. n.év	2,1	3,3	3,9	4,5	4,9	5,3	6,2
2004. I. n.év	1,9	3,1	3,8	4,4	4,8	5,3	6,2
2004. II. n.év	1,4	2,8	3,6	4,3	4,7	5,3	6,2
2004. III. n.év	0,8	2,3	3,2	3,9	4,4	5,0	6,1
2004. IV. n.év	0,5	2,2	3,1	3,9	4,4	5,1	6,2

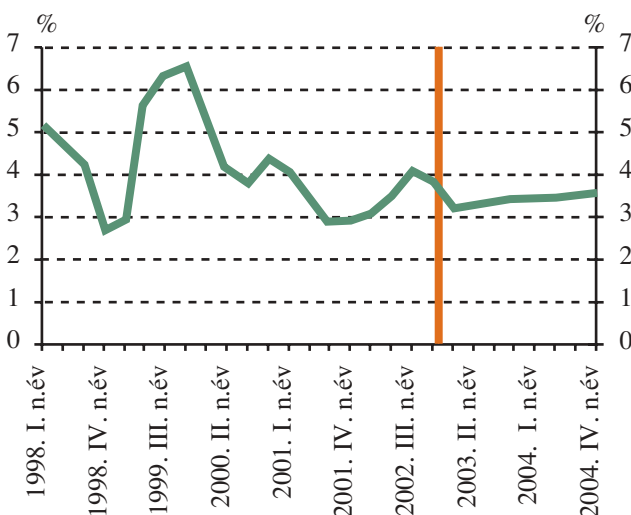
II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA

KERESLET

A gazdasági növekedés éves várható ütemét erre az évre 3,4 százalékra, jövőre pedig 3,6 százalékra becsüljük. Összességében 2003–2004-ben az elmúlt két év átlagához hasonló növekedést prognosztizálunk.

A várható gazdasági növekedésről alkotott képünk a februári *Jelentéshez* képest gyakorlatilag nem változott. Ezen belül azonban a belföldi kereslet növekedését élénkebbnek, a külkereskedelmét gyengébbnek várjuk. Mindez több, egymást ellensúlyozó folyamat következménye. A fiskális politikában minkét évben kisebb mértékű megszorítással számolunk, ami önmagában egy nagyobb gazdasági növekedés irányába hatna. A külső kereslet fellendülésére vonatkozó prognózisunk bizonytalansága azonban erősödött, és a reálfelértékelődés külkereskedelmre gyakorolt negatív hatását – az elmúlt időszak tényadatai alapján – a korábbinál nagyobb mértékűre becsüljük, melyek csökkentik a vállalati aktivitásra és az exportra vonatkozó előrejelzésünket.⁵

II-1. ábra A GDP várható növekedése (évesített negyedéves növekedési ütemek)



A fiskális politikában erre az évre a friss információk alapján a korábbinál kisebb keresletszűkítéssel számolunk.

2004-ben eltérünk a korábbi technikai, a Kormány Középtávú Gazdasági Programja (PEP) szerinti feltételezettől, és a keresletszűkítést a már látható determinációk alapján kisebb mértékűre, a GDP arányában 1,3 százalékra becsüljük.

A külső keresletre vonatkozó legfrissebb adatok megerősítik azt a korábbi feltételezésünket, hogy a ciklus mélypontján ugyan túlkerültünk, de továbbra is nagy a bizonytalanság, és csak lassú felívelésre számítunk.

A munkapiacon úgy látjuk, hogy a versenyszektor bérezési magatartásában már némi alkalmazkodás beindulhatott, ugyanakkor az államháztartás bérei és főleg az alkalmazottak száma várakozásunknál lényegesen magasabb lett. Így 2003-ra a lakossági fogyasztásra fenn tartjuk a tavalyinál alacsonyabb, de továbbra is élénk növekedésre vonatkozó előrejelzésünket. A munkanélküliség már megindult emelkedése miatti bizonytalanság azonban csökkenti a lakosság fogyasztási hajlandóságát, ennek hatása az idei év elején a lakossági bizalmi index esésében is érzékelhető.

A tavalyi év negyedik negyedévében a vállalati beruházások csökkenése megállt. Az állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó előrejelzésünk a külső gazdasági ciklus és fiskális politika eltérő alakulását tükrözi. A vállalati beruházások előrejelzésünk szerint a külső kereslet fellendülésével együtt élénkülni fognak. A lakossági beruházások növekedési üteme a tavalyi kiugró növekedés után ebben az évben alacsonyabb mértékű és a jövő évben stabilizálódik. Az állami szektor beruházása szintén fokozatosan lassul a feltételezett fiskális pályával összhangban.

A külkereskedelmre vonatkozó előrejelzésünk szerint az áruforgalomban idén erőteljesen jelentkezik a 2002 végéig bekövetkezett reálfelértékelődés késleltetett negatív hatása. Az idegenforgalomban viszont már a tavalyi évben megjelent ez a hatás, így az idei évben, amennyiben a nemzetközi környezet kedvezőbben alakul, előrejelzésünk szerint már nem mérséklődnek tovább a bevételeink. Az import növekedési üteme az elmúlt negyedévekben meghaladta az exportét, és rövid távon ezen tendencia folytatódására számítunk. Hosszabb tá-

⁵ A 2003-ra vonatkozó exportprognózisunk látszólag jelentősen alacsonyabb, mint a februári *Jelentésben* szereplő. Ennek oka azonban zömmel a külkereskedelmi statisztika módszertani változása, amelynek hatásáról a II. fejezetben (37. oldal) részletesen szólnunk.

II-1. táblázat A beruházások alakulása szektorális bontásban (éves változás, %)

	Súlyok**	2001	2002	2003	2004
	%*	Becsült tény		Előrejelzés	
Vállalati szektor	57	1,0	(-2,3)	(-1)-3	3-8
Állam	19	(-6,9)	21,7	4-10	(-1)-8
Lakosság	24	21,4	18,3	6-10	(-1)-5
Beruházás összesen	100	3,2	5,9	2,5-5,0	2,0-6,0

* Beruházási adatok, melyek különbözhetnek a bruttó állóeszköz-felhalmozási mutató értékétől, ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#).

** 2002. évre érvényes súlyok, saját becsléssel. Az állami autópályaépítést az állami beruházások között szerepeltettük.

von a külső kereslet élénkülése mellett az export és az import közötti elnyílás szűkülhet.

Összességében tehát nem nagyon változott a várható gazdasági növekedésről alkotott képünk. Más nyilvános előrejelzésekkel – nemzetközi intézmények, piaci elemzők – összehasonlítva az idei évi 3,4%-os prognózisunk a többi előrejelzés körül van. A jövő évre adott 3,6%-os GDP-növekedés előrejelzésünkben azonban a legtöbb előrejelzőnél alacsonyabb növekedésre számítottunk. Bár az előrejelzések mögötti részleteket nem sokan publikálják, az eltérés valószínűleg az alacsonyabb állóeszköz-felhalmozás előrejelzésünknek tulajdonítható.

A KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA

Kis, nyitott gazdaságként Magyarország számára nagy jelentőséggel bír a külső konjunktúra alakulása, ezen belül is a magyar export iránt megnyilvánuló külföldi kereslet.

Míg a külső konjunktúra alakulását számos mutatóval jellemezhetjük, az exportunk iránti külső keresletet legjobban fő kereskedelmi partnereink importjának alakulásával ragadhatjuk meg. Exportszerkezetünkben betöltött súlyuknál (és megbízható adatszolgáltatásuknál) fogva az ún. *effektív* külső kereslet mutatóban a hazai külkereskedelem mintegy 80%-át lefedő 12 ország importjának alakulását vesszük figyelembe.

Külkereskedelmi partnereink importjának alakulását az elmúlt időszakban a világgazdasági recesszió, majd az ebből való kilábalást hátráltató tényezők (terrorcselekmények, nemzetközi konfliktusok) határozták meg. A bizonytalan környezetben a külső keresletre vonatkozó előrejelzéseinket gyakran revideálnunk kellett, korábban még a ciklus fordulópontjának időzítését illetően is. Ugyanakkor előrejelzéseink módosításai nem haladták meg más intézmények által készített prognózisok revíziójának mértékét.⁶

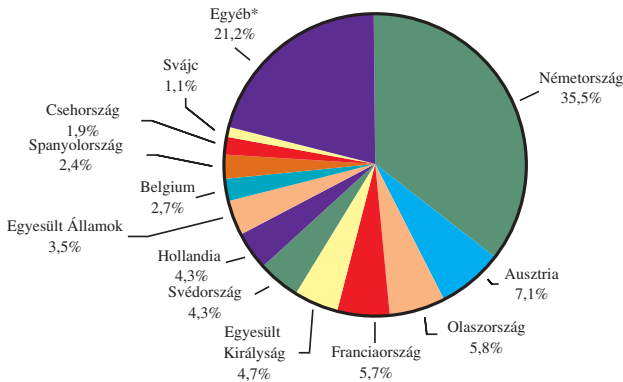
II-2. táblázat A GDP és komponenseinek növekedési üteme (éves növekedési ütem, %)

	Tény		Előrejelzés	
	2001	2002	2003	2004
Lakossági fogyasztás	5,3	8,8	6,3	4,4
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,7	10,2	6,6	5,0
Természetbeni társ. juttatások	3,8	3,0	4,7	1,9
Közösségi fogyasztás	4,9	1,5	1,5	2,0
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	5,8	4,0	4,3
„Belföldi végső értékesítés”**	4,8	7,3	5,3	4,2
Belföldi felhasználás	1,9	5,1	4,9	4,3
Export	8,8	3,8	3,4	6,7
Import	6,1	6,1	5,3	7,4
GDP	3,8	3,3	3,4	3,6

* Belföldi végső értékesítés = lakossági fogyasztás + közösségi fogyasztás + állóeszköz-felhalmozás.

⁶ Erről bővebben ld. V. fejezet, 79. oldal.

II-2. ábra Fő kereskedelmi partnereink súlya exportunkban



* Alacsony külkereskedelmünkbeli egyedi súlyuk, illetve gyenge adatelérhetőség miatt explicit módon nem elemzett gazdaságok (pl. Oroszország, Románia, Lengyelország, ázsiai országok stb.).

A jelenleg már tényként kezelhető 2002-es adatok alapján úgy tűnik, hogy az elmúlt év elején a külső kereslet túljutott mélypontján és fellendülő szakaszában van. A fellendülés dinamikája azonban nem stabil, országonként nagy szóródást mutat, így igen nagyfokú a bizonytalanság. Legfontosabb partnereink közül a gyenge belső – fogyasztási – kereslete ellenére Németországban az import növekedése 2002 második felében váratlanul erős lett, míg Ausztriában az év nagy részében csökkent az import az élénkebb belső kereslet ellenére.

2003 első negyedévéig a külső keresletben az iraki háború kitörése előtti bizonytalanságok (továbbá a venezuelai válság) miatt magasra szökő olajár határozta meg leginkább. Az év elején az európai bizalmi indexek tovább estek, a rendelkezésre álló januári-februári külkereskedelmi, valamint ipari termelési adatok viszonylag gyenge növekedést mutatnak. Az iraki háború befejezése utáni csökkenő olajár ugyan segítheti a gyorsabb fellendülést, de az csak a viszonylag gyengébb első két negyedév után vehet fel erősebb dinamikát. Emiatt éves átlagos növekedésben kifejezve a korábbi előrejelzésünkkel nagyrészt megegyező, annál esetleg valamivel gyengébb külső keresletet várunk 2003-ra.

2004-ben a külső kereslet növekedésének 5% körüli stabilizálódását várjuk, ami megfelel a korábbi Jelentésben leírt világképünknek. Ennek megfelelően a külső kereslet növekedésének éves átlagos üteme csaknem megegyezik a múltkor adottal.

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS KERESLETI HATÁSA

Az államháztartás keresletszűkítő hatása 2003-ban aktuális előrejelzésünk szerint a GDP 0,5%-a körül alakulhat, vagyis alacsonyabb lesz a korábban vártnál.⁷ Az idei év

II-3. táblázat Külkereskedelmi partnereink importjának várható alakulása*

	2003		2004	
	Előrejelzés			
	Új	Korábbi	Új	Korábbi
MNB	3,7	3,9	4,6	4,8
Európai Bizottság	3,9	5,9	6,4	7,1
IMF	4,4	5,7	6,3	n.a.
OECD	4,1	5,5	6,8	7,6

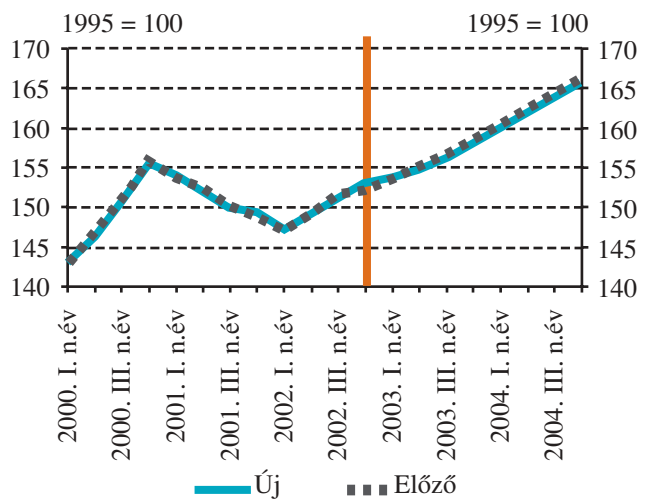
* Főbb külkereskedelmi partnereink súlyozott importja, a táblázatban éves átlagos növekedési ütemek szerepelnek százalékban. Európai Bizottság: Economic Forecasts (2003. április/2002. november) OECD: Economic Outlook (2003. április/2002. november) IMF: World Economic Outlook (2003. április/2002. október)

II-4. táblázat Partnereink GDP-növekedésére vonatkozó prognózisok*

	2003		2004	
	Új	Korábbi	Új	Korábbi
MNB-prognózis	1,1	1,3	2,1	2,3
Európai Bizottság	1,0	1,7	2,2	2,5
OECD	1,1	1,8	2,2	2,7
IMF	1,0	2,2	2,2	–

* Ld. előző táblázat jegyzetét.

II-3. ábra Külkereskedelmi partnereink importjának alakulása* (1995 = 100)



* Főbb külkereskedelmi partnereink súlyozott importjának volumene.

⁷ Az infláció, a gazdasági növekedés és a külső egyensúly várható alakulása szempontjából a fiskális politika keresleti hatása számít, amit az 1998-ban elemzési célra bevezetett ún. korrigált SNA típusú államháztartási hiány elsődleges egyenlegének éves változásával közelítünk. Módszertani kérdésekről ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#).



re becsült szigorítás mértékének csökkenését nem a központi kormányzat intézkedései, hanem az attól független, autonóm fiskális folyamatokról előző *Jelentésünk* óta beérkezett információk okozzák (magasabb helyi önkormányzati és nyíltvégű kiadások).

2004-re a korábbi – PEP-pályából közvetlenül levezetett – feltételezés helyett saját előrejelzést készítettünk. Amennyiben a fiskális politika nem hoz további – az idei évit meghaladó mértékű – egyenlegjavító intézkedéseket, akkor a jelenleg előrelátható makrogazdasági folyamatok mellett 2004-ben legfeljebb a GDP 1,3%-ával mérsékelheti az aggregált keresletet. Összességében így az államháztartás keresletre gyakorolt 2002–2004-es kumulált hatása 2,5%-os bővítést mutat.

A keresletszűkítés 2003-ban és 2004-ben is különböző hatások eredőjeként valósulhat meg. Egyrészt a determinációk miatt a gazdasági növekedést meghaladó ütemben bővülnek a lakossági jövedelmet érintő tétel, ezzel szemben a többi tétel – például a beruházás – esetében általában visszafogás érvényesülhet.

II-5. táblázat Az államháztartás keresleti hatásának alakulása (a GDP százalékában)

	2002	2003	2004
	Előzetes	Várható	
Közvetlen hatás*	4,3%	-0,5%	-1,3%

* Az SNA elsődleges egyenleg változása korrigálva a nyugdíjreform hatásával. A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülését jelzi. Ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#) c. MNB-kiadványt.

Jelenlegi és korábbi 2003-as előrejelzésünk egyaránt feltételes jellegű abban az értelemben, hogy abban a körben, ahol a kormányzat intézkedései teljes mértékben érvényesülnek, mindig csak jogszabályban szereplő információkat vehet figyelembe. Ahol azonban a folyamatok felett nem érvényesül teljes központi kontroll, ott becslést készítünk. Ennek megfelelően az adóbevételek és a nyugdíjkiadás alakulását saját makrogazdasági előrejelzéseink és az intézkedések becsült hatása alapján, az autonóm fiskális folyamatokat (helyi önkormányzatok, intézmények magatartása, nyitott támogatások igénybevétele) a megfigyelhető tendenciák alapján prognosztizáljuk.

A 2003-as keresletszűkítés MNB által becsült mértékét mérsékelni kellett az év eddig eltelt időszakában beérkező új információk alapján, elsősorban a központi kormányzat által teljes mértékben nem kontrollálható, autonóm fiskális folyamatok (gyógyszer, lakástámogatás, önkormányzati bérek és beruházás) miatt. Ebben a

II-6. táblázat A 2003-as becslés változása a februári Jelentéshez képest (GDP százalékában)

	(1)	(2)	(2)–(1)
	Elmozdulás az SNA-hiány szintjében		Elmozdulás
	2002 előzetes tény	2003 előrejelzés	a keresleti hatásban
Magasabb nominális GDP hatása	-0,2	-0,2	0,0
Útépítés tényszám beépítése	0,2	n.a.	-0,2
Előrejelzés aktualizálása*	n.a.	+0,6	+0,6
Változás összesen	0,0	+0,4	+ 0,4

* Jellemzően az előző *Jelentésünk* óta beérkezett információk egyes autonóm fiskális folyamatok ideji alakulásáról (például helyi önkormányzatok magasabb hiánya, nyíltvégű kiadások alakulása) illetve 2003-as makrogazdasági előrejelzésünk változása.

körben a kiadások túllépésére – szabályalapon adott – februári előrejelzésünk az eddig ismertté váló önkormányzati költségvetésekkel és az első negyedévi tényszámokkal összevetve, úgy tűnik, alacsonynak bizonyult, ezért saját becslésünket frissítve az ilyen típusú kiadások becslését a GDP 0,7%-ával emeltük.

A fiskális politika év közben hozott intézkedéseinek ismereteink alapján csak kismértékű a keresletre gyakorolt becsült hatása. A makrogazdasági előrejelzésünk változásának (magasabb bértömegnek) az adó- és járulékbévételekre, valamint a nyugdíjkiadásra is hatása van. Mindez egyenlegében a GDP 0,1%-ával csökkentette az ideji deficitre adott becslésünket.

A keresletszűkítés 2003-as alap-előrejelzése körül továbbra is széles – nagyjából szimmetrikus – bizonytalansági sáv határozható meg. Az adóbevételek előrejelzését a makrogazdasági folyamatokból adódó szokásos bizonytalanság mellett az is nehezíti, hogy az adóoldalon számos intézkedés történt, aminek hatása szintén csak becsülhető. Bizonytalanságot jelent, hogy a helyi önkormányzatok és a költségvetési szervek egy része esetében most már számolunk eladósodással és maradványfelhasználással fedezett többletkiadásra, de nagyobb részük esetében változatlanul nem feltételezzük ezt. Továbbra sem ismert, hogy lesz-e évközi központi fiskális intézkedés a hiány további mérséklésére, és ennek mekkora lehetne az effektív – maradványfelhasználással, eladósodással nem ellensúlyozható – mértéke.

II-7. táblázat A 2003-as keresleti hatás alap-előrejelzésének bizonytalansága (GDP százalékában)

Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
Magasabb adóbevétel	0,1	Alacsonyabb adóbevétel	0,1
Önkormányzati beruházások elhúzódása	0,1	Tágan értelmezett állami beruházás felgyorsulása	0,2
Támogatási rendszer átalakítása (pl. gyógyszer, lakás)	0,1	Önkormányzati, intézményi többletkiadások	0,2
Előirányzat-, maradványzárolás	0,2	Gyes miatti igények	0,2
Összesített eltérés szélső esetben	0,5	Összesített eltérés szélső esetben	0,7
Keresleti hatás szélső esetben	-1,0	Keresleti hatás szélső esetben	+0,2

2004-re a költségvetési törvény ismerete nélkül készítettünk előrejelzést, ezért a szűkebb körben rendelkezésre álló jogszabályi információkat olyan becsléssel egészítjük ki, ami a determinációk mellett a központi kormányzat múltban érvényesülő, szokásosan megfigyelhető magatartását vetíti előre. Ebből a szempontból a 2003-as költségvetés meghatározása során érvényesített fiskális szigorítás mértékét és az autonóm fiskális folyamatoknak (önkormányzatok, intézmények magatartása, nyíltvégű kiadások) a szigorítást részben ellensúlyozó hatását vettük alapul.

A központi kormányzatnak 2004-re vonatkozóan mind a bevételi és mind a kiadási oldalon vannak elkötelezettségei. Ezt és a fiskális politika lehetséges mozgásterét alapul véve a fiskális keresletszűkítő hatás 2004-ben a GDP 1,3%-át érheti el.

Becslésünknel a semleges esetből indultunk ki, amikor a bevételek hozzávetőleg a nominális GDP-vel együtt nőnek. A nominális GDP növekedéséből eredő többletbevételt részben fel is használták a már eldöntött, részben az EU-csatlakozással összefüggő intézkedések (a vámok és adók GDP-arányában 1,1%-kal csökkennek). Ezen csak kismértékben javíthat az EU-val kapcsolatos pénzügyi elszámolások egyenlege.

A kiadásoknál a GDP 1,1%-ának megfelelő determinációt jelent az idei döntések jövő évi teljes éves hatása (bér, özvegyi nyugdíj), illetve az automatizmusok (nyugdíjindexálás) és az egyéb döntések (13. havi nyugdíj újabb részlete).

A bérikiadásnál minimális esetben azt feltételeztük, hogy reálnövekedése nem haladja meg a GDP-növekedés ütemének a felét. Az egyéb nem determinált (nem bér-, illetve nyugdíj jellegű) kiadásoknál ezzel szemben további (a GDP 0,8%-ának megfelelő) összeg takarítható meg, illetve csoportosítható át bérfizetésre. Az előirányzat-visszafogással érintett beruházási, vállalati támogatási, dologi kiadási körön belül további átcsoportosítást igényelnek a kvázi-determinációk (infrastrukturális, honvédelmi, agrártámogatási kiadások).

A bizonytalanságból adódó szélső értékek makrogazdasági változókra gyakorolt hatásánál figyelembe vettük, hogy eltekintve a makrogazdasági folyamatok eltéréseiből önmagában adódó bevételi hatásoktól a GDP 0,9%-ával magasabb illetve alacsonyabb keresletszűkítés valósulhat meg. Az eltérésnek feltehetően a nagyobb része érintené a tőkekiadásokat és a kisebb része a folyó kiadásokat és bevételeket. A keresleti hatás

II-8. táblázat A 2004-es keresleti hatás alap-előrejelzésének bizonytalansága (GDP százalékában)

Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
Makrogazdasági folyamatok	0,3	Makrogazdasági folyamatok	0,4
Nagyobb fiskális politikai intézkedés és/vagy a fiskális folyamatok kisebb ellentételező hatása	0,3	Kisebb fiskális politikai intézkedés és/vagy a fiskális folyamatok nagyobb ellentételező hatása	0,6
Kisebb keresletszűkítés 2003-ban 2004-ben már nem jelentkező tényezők miatt	0,6	Nagyobb keresletszűkítés 2003-ban 2004-ben már nem jelentkező tényezők miatt	0,3
Összesített eltérés szélső esetben	1,2	Összesített eltérés szélső esetben	1,3
Keresleti hatás szélső esetben	-2,5	Keresleti hatás szélső esetben	0,0

alap-előrejelzéstől vett elérése ilyen szerkezetet feltételezve – korábbi modell-számításaink alapján – majdnem fele részben a GDP, fele részben a fizetési mérleg hiányának növekedésében/csökkenésében jelenne meg.⁸ Az inflációs hatás lényegesen alacsonyabb lenne, az adott évben a 0,1 százalékpontot sem érné el.

A keresletre gyakorolt hatáson belül külön foglalkozunk a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét közvetlenül érintő tételekkel, illetve a nemzetgazdasági beruházáson belüli – tágan értelmezett – állami beruházás alakulásával.

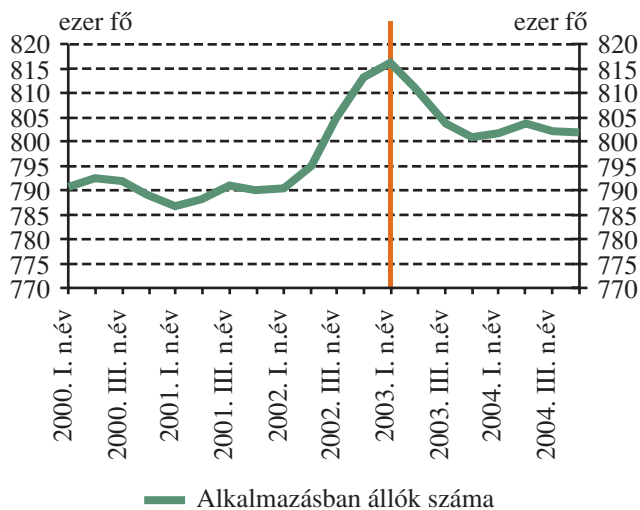
Az államháztartási bérekre vonatkozó 2003-as előrejelzésünk az előző *Jelentéshez* képest emelkedik, az éves átlagos létszámnövekedés várhatóan 0,2%-ról 0,8%-ra, az átlagkereset 17,6%-ról 18,6%-ra. A módosítást egyrészt az indokolta, hogy a bérek első kéthavi mértéke azt valószínűsíti, hogy 2002-ről áthúzódtak olyan kifizetések, amelyek beépülhetnek a bérekbe, valamint történtek újabb döntések (ügykezelők köztisztviselővé történő átminősítése) és a korábbi döntések (köztisztviselői minimálbér) hatását illetően is aktualizáltuk becslésünket.

Másrészt az államháztartási létszám – hosszú évek csökkenése után – 2002-ben 1,5%-kal nőtt. A növekedés szeptembertől gyorsult, s decemberre a létszám az előző év hasonló időszakához képest 4,4%-kal volt magasabb. A létszámnövekedés lényegében minden nagyobb közszolgálati alágazatban jelentkezett. Idén az első két hónapban a növekedés üteme 4,1%-ra mérséklődött. Előrejelzésünk ehhez képest fokozatos létszámcsökkenéssel számol, ennek hiányában az államháztartási bértömeg 18–22% közötti növekedése is bekövetkezhet.

Az államháztartási körben 2004-es bérelőrejelzésünk 9% körüli bérnövekedést valószínűsít: számításba véve az idei évközi béremelés teljes éves hatását, és – az előző *Jelentéshez* hasonlóan – azt feltételezve, hogy 2004-ben az új béremelés mértéke (az áthúzó hatások nélkül) reálértelemben a GDP-növekedés felének megfelelő ütemű lesz.

A lakosság pénzbeni juttatásai becslésünk szerint 2003-ban nominálisan 8,4%-kal nőnek, ami az előző *Jelentés* előrejelzésénél – főleg a korábbi időszak tényezői miatt – mintegy 0,6 százalékponttal magasabb. Az előző *Jelentéshez* hasonlóan a 2002. évi áthúzó hatásokon túlmenően a nyugdíjasokat érintő új intézkedéseket (13. havi nyugdíj, özvegyi nyugdíjemelés) vettük figyelembe, valamint a munkanélküliek számának növekedése miatt emelkedő kifizetéssel számoltunk a járadékoknál és segélyeknél.⁹

II-4. ábra Az államháztartásban foglalkoztatottak számának alakulása*



* Szazonálisan kiigazított és simított adatok. 2003. februárig tényadatok, a márciusi adat MNB-becslés.

A tágan értelmezett állami beruházás volumene 2003-ban várhatóan 4–10%-kal bővül a KSH nemzeti számlák elszámolása alapján. A költségvetés beruházási kiadásainak az évi visszafogását kevéssé figyelhetjük meg a teljesítés-szemléletű elszámolásban, továbbá részben ellensúlyozzák is az önkormányzatok a vártnál, a GDP 0,2%-ával, nagyobb beruházási kifizetései. Ez utóbbi hatás nagyobb részt a 2004-es KSH-elszámolásban jelenik majd meg, akorra azonban az ideai visszafogás hatása is érzékelhetővé válik. A 2004-es volumenbővülés mértéke nagyon bizonytalan, nagyjából a 4% közelében valószínűsíthető.

LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS, MEGTAKARÍTÁS ÉS FELHALMOZÁS

A háztartások fogyasztási kiadása eddig nem tapasztalt mértékben emelkedett 2002-ben, amely elsősorban a jelentős béremelkedésnek tulajdonítható.

A 2003-as és 2004-es fogyasztás előrejelzését két ellentétes hatás befolyásolja. Az előző *Jelentésben* vártnál kisebb mértékű fiskális megszorítás következtében a kedvezőbb jövedelmi helyzet emeli a lakosság fogyasztási kiadásait. Ezt erősíti, hogy előrejelzésünk szerint a versenyszféra bérnövekedése is magasabb lesz a korábban vártnál. Mindezzel ellentétes irányba hat a mérsékeltebb vállalati aktivitás miatt emelkedő munkanélküliségi ráta, amely mérsékli a lakosság fogyasztási hajlandóságát.

A háztartások fogyasztási kiadása tekintetében a 2002-es év kiugró nagyságú növekedést hozott, mivel a KSH által publikált 10,2 százalékos növekedési ütem közel

⁸ Lásd *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2001. november, 1. Aktuális kérdések.

⁹ 2003-ban mintegy 10%-os, 2004-ben 7%-os nyugdíjemeléssel számolunk a *Jelentésben* prognosztizált nettó átlagkereset-emelkedés és infláció alapján.

kétszerese a '90-es években tapasztalt legmagasabb értéknek. E jelentős növekedés mögött a lakossági jövedelmek jelentős emelkedése áll. Ennek hátterében több folyamat figyelhető meg. Egyrészt a nominális bérek viszonylag lassan alkalmazkodtak a deflációhoz, így a háztartások reáljövedelme a vártnál jobban emelkedett. Másrészt a fiskális expanzió is kedvezően hatott a lakosság jövedelmi helyzetére. Mind az átlagkereset, mind a foglalkoztatottak létszáma emelkedett az állami szektorban, jelentősen emelve a háztartások jövedelmét. A béreken túl a lakosság felé irányuló egyéb transzferek (családi pótlék, nyugdíj) is számottevően emelkedtek 2002-ben. A fenti hatásokkal ellentétes irányba hatott a munkanélküliségi ráta tapasztalt emelkedése, azonban ez várhatóan inkább csak 2003-ban érezhető fékező hatását.

A 2003 első negyedéves fogyasztásról a kiskereskedelmi forgalom és az új gépjármű-értékesítések alakulásából következtethetünk.¹⁰ Mind a kiskereskedelem forgalma, mind az új gépjármű-értékesítés jelentősen növekedett 2003 első negyedévében. Ezzel ellentétes irányba mutat a GKI lakossági bizalmi indexének alakulása, amely pár hónap alatt a 2001-es szintre csökkent. A munkanélküliség várható további növekedése és a fenti bizonytalansá-

II-9. táblázat A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás várható alakulása (éves növekedési ütemek, százalék)

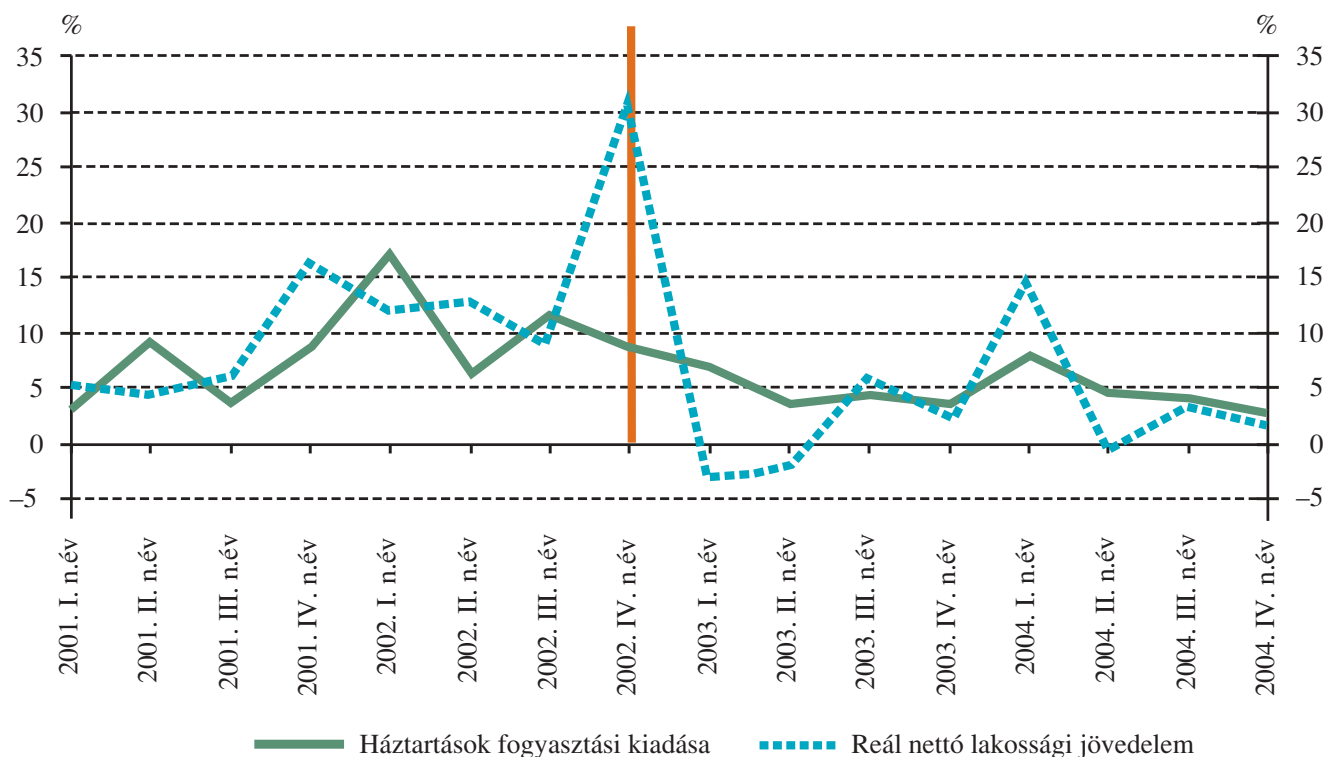
	Reál nettó lakossági jövedelem*	Fogyasztási kiadás	Felhalmozási kiadások volumene
2002	12,4	10,2	20-30
2003	6,6	6,6	5-10
2004	4,8	5,0	0-5

* A reál nettó lakossági jövedelmet a nettó keresetösszeg és a pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítjük.

gok alapján az óvatossági megtakarítás növekedését és a fogyasztási kiadások mérsékeltebb, de továbbra is dinamikus növekedését várjuk 2003 elején.

2003 hátralévő részére vonatkozó prognózisunkat jövedelmi oldalról alapvetően a következő hatások befolyásolják. Egyrészt a 2002-es fiskális expanzió áthúzódó hatása 2003-ban is emeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Például a minimálbér személyi jövedelemadó

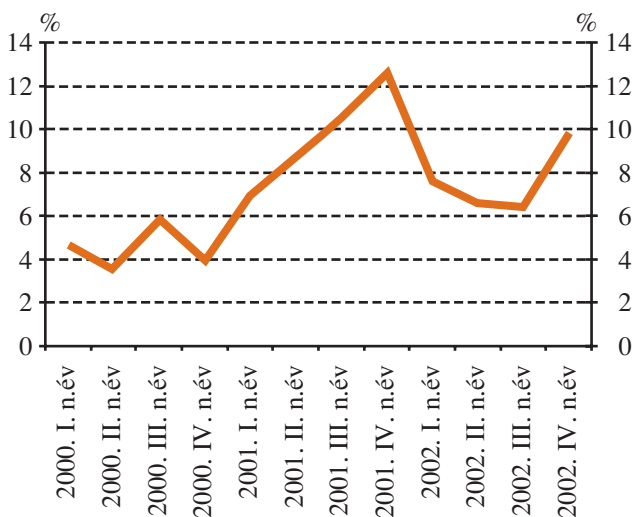
II-5. ábra A lakossági jövedelem és a fogyasztás alakulása* (évesített negyedéves növekedés, százalék)



* Lakossági jövedelem alatt a reál nettó lakossági jövedelmet, fogyasztás alatt a fogyasztási kiadások alakulását értjük.

¹⁰ Az anyag írásakor a kiskereskedelmi forgalom alakulása csak februárig ismert. A hiányzó márciusi adatot statisztikai módszerekkel megbecsültük.

II-6. ábra Kiskereskedelem forgalmának növekedési üteme*



* A kiskereskedelmi forgalom volumenének szezonálisan igazított adataiból számított évesített negyedéves növekedési ütem.

mentessé tétele 2003-ban már egész évben érezteti hatását. Másrészt a 2003-as fiskális megszorítás mértéke kisebb lesz a korábban vártnál, amely szintén kedvezőbb jövedelmi helyzetet teremt a háztartások számára.

Ugyanakkor a fenti tényezőkkel ellentétes hatása lehet a munkanélküliségi ráta emelkedésének (lásd III. fejezet,

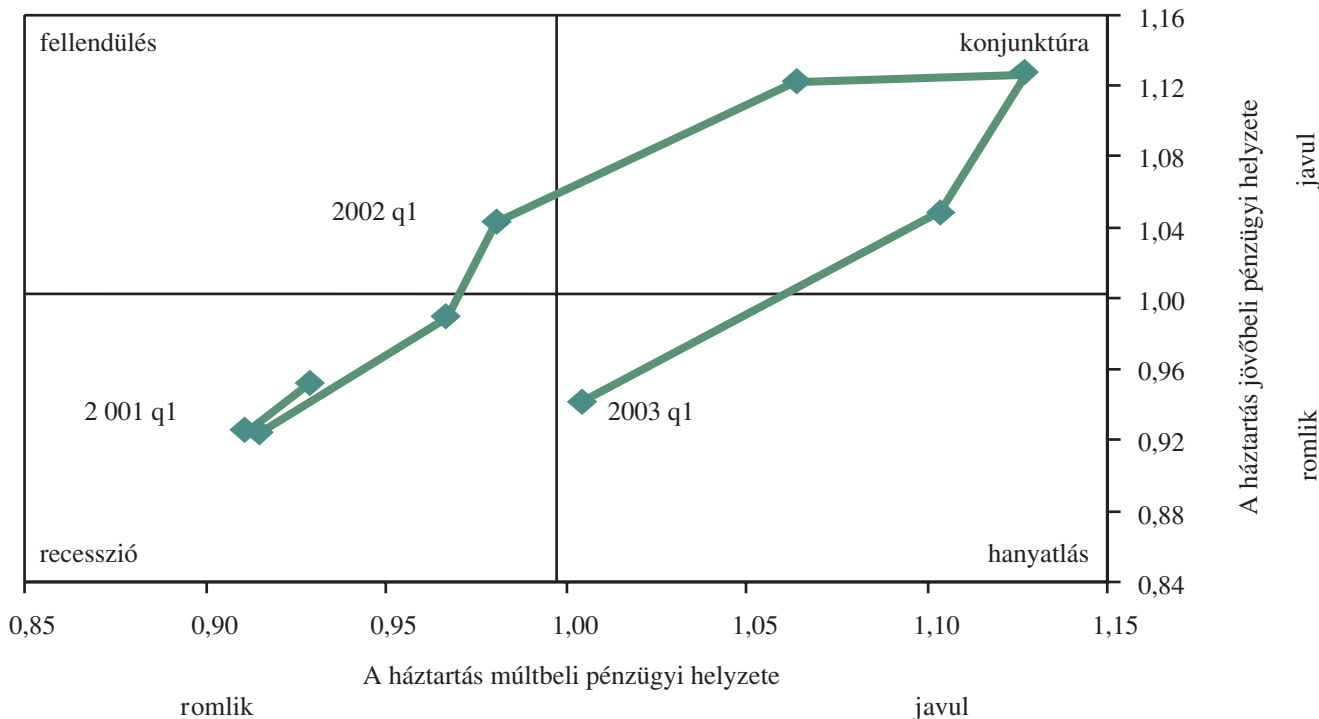
51. oldal). A munkanélküliségi ráta növekedése, a jövőbeni jövedelem bizonytalanságának növekedése miatt, a háztartások fogyasztási hajlandóságát csökkentheti. Ezt érzékelteti, hogy – a GKI felmérése alapján – a háztartások a munkanélküliségi ráta emelkedését várják.

A bizonytalanság növekedését mutatja más bizalmi index kérdések alakulása is. Látható, hogy míg a háztartások 2002 első negyedévében, a nagy fogyasztásnövekedés előtt, múltbeli helyzetüket kedvezőtlennek, jövőbeli helyzetüket kedvezőnek ítélték meg, addig 2003 első negyedévében ez megfordult.¹¹

Összességében a magasabb jövedelem és a növekvő bizonytalanság eredményeként a fogyasztási kiadások idei évi prognózisát nem változtatjuk az előző *Jelentés*hez képest, azaz 6,6% maradt.

Jövőre a háztartások jövedelmi helyzetét tovább javíthatja a korábban feltételezettnél kisebb mértékű fiskális megszorítás, amely ráadásul – a jelenleg látható determinációkat figyelembe véve – olyan szerkezetben valósulhat meg, amely a lakosság irányában expanzív lehet, ezzel magasabb fogyasztási kiadásokat lehetővé téve. A fiskális folyamatok figyelembe vétele mellett is a 2004-es év nettó keresetnövekedése számításaink szerint alacsonyabb lesz az ideinél. Az előrejelzés kialakításakor figyelembe vettük, hogy a munkanélküliségi ráta várhatóan 2004-ben már nem emelkedik jelentősen, így nem csökkenti a fo-

II-7. ábra A lakosság saját helyzetének értékelése a GKI bizalmi indexe szerint



Forrás: GKI Lakossági felmérés. Az ábra tengelyein a felmérés kérdéseinek hosszú távú trendtől való eltérése szerepel.

¹¹ A lakossági bizalmi index és a fogyasztási kiadások közötti kapcsolatot részletesebben lásd MNB *Háttér tanulmányok* 2001/2. (ld. <http://www.mnb.hu/>)

gyasztási hajlandóságot. 2004-re így fogyasztási előrejelzésünk 5% körüli kiadásvolumen-növekedést tartalmaz.

A prognózisunk szerint közel azonos ütemben növekvő jövedelem és fogyasztás eredményeként a bruttó felhalmozási ráta várhatóan lényegesen nem változik 2002-höz képest, azonban elemeinek – pénzügyi megtakarítások és a felhalmozási kiadások – változása bizonytalan. Feltehető, hogy a mérsékelt lakásberuházás mellett a pénzügyi megtakarítási ráta is emelkedhet kismértékben.

A lakásberuházásokat alapvetően a lakásépítések alakulása határozza meg, így előrejelzésünkben kiemelt szerepet játszik az átadott lakások és az új lakásépítési engedélyek számának alakulása. A lakásépítési engedélyek növekedése a 2000-es csúcs után folyamatosan mérséklődik, így az átadott lakások száma és ebből következően a lakossági felhalmozási kiadások is várhatóan 2001–2002-ben érik el csúcscukat.¹²

A 2002-es lakásépítés tényezői gyakorlatilag megegyeztek korábbi becslésünkkel. A lakásberuházás mérséklődésére vonatkozó prognózisunkat támasztja alá, hogy 2003 első negyedévében csökkent az átadott lakások száma.

A felhalmozási kiadások előrejelzésében a fentiek alapján a leglényegesebb előrejelzőnk az új lakásépítési engedélyek alakulása. Ugyan a tényszámok nem térnek el számottevően az általunk várttól, a magasabb jövedelem előrejelzés miatt elképzelhető a korábbi előrejelzésünknel valamivel nagyobb felhalmozási volumen, ez azonban az általunk korábban megadott sávon belül van.

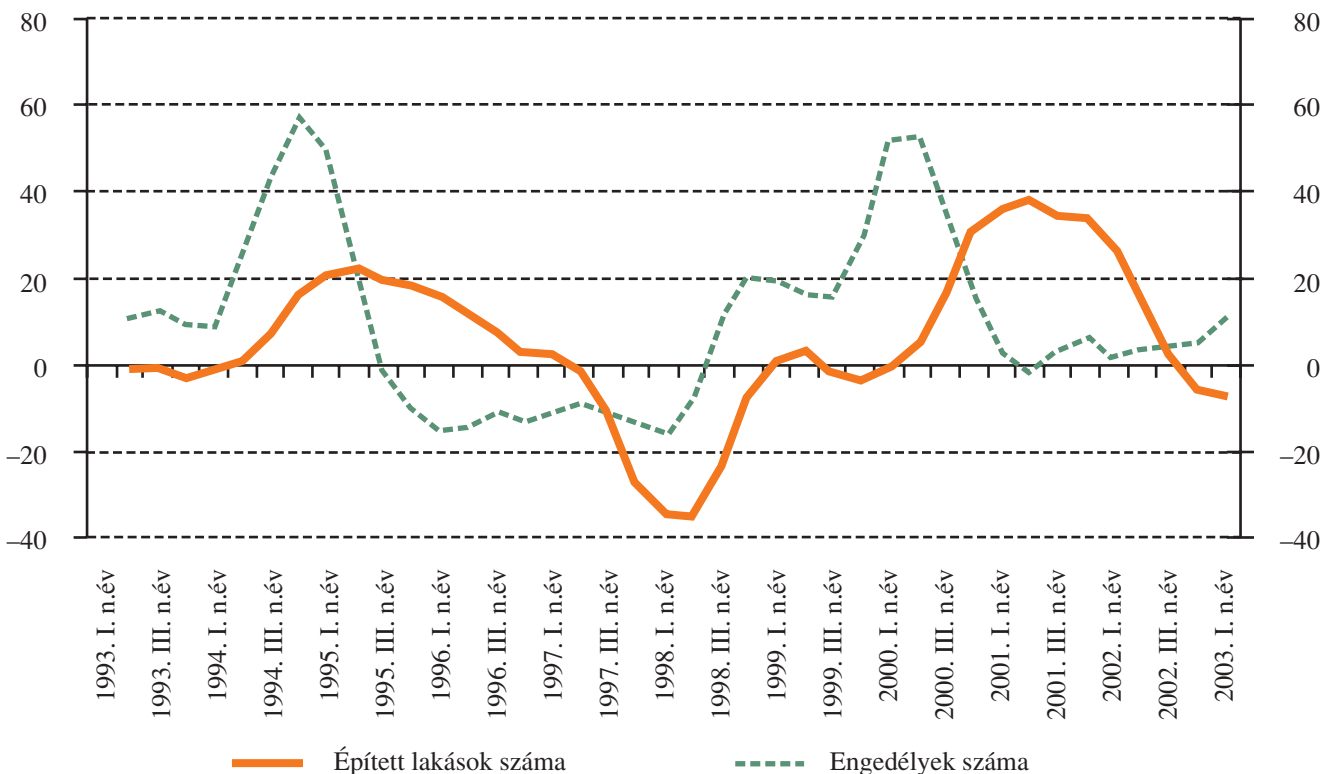
VÁLLALATI BERUHÁZÁSOK

A vállalati beruházások 2002-ben vélhetően túljutottak a ciklikus mélypontra: a beruházások szintje a negyedik negyedévben már nem csökkent tovább. Véleményünk szerint a lassan élénkülő külső és a tartósan erős belső kereslet együttesen vezetett a beruházási aktivitás erősödéséhez. A hazai és külföldi üzleti várakozások elmúlt időszakos romlása ugyanakkor kedvezőtlenül befolyásolja a rövid távú kilátásokat, ennek megfelelően a rövid távú beruházási folyamatok megítélésében fokozódott az előrejelzésünk bizonytalansága.

A beruházásokat hosszabb távon meghatározó tényezők, azaz a külső kereslet és versenyképesség jövőbeli alakulásáról alkotott képünk nem módosult számot-

II-8. ábra Lakásépítési engedélyek és épített lakások alakulása

A trend évesített negyedéves növekedési üteme



¹² A lakossági felhalmozási kiadásokat a KSH a lakossági jövedelemmérésben körülbelül másfél éves késéssel közli. A jelentés írásakor csak a 2000-es évről rendelkezünk tényinformációkkal. Az ingatlanhitelek információtartalmát tekintve óvatosan kell eljárunk, ugyanis ezeket a hiteleket használt lakás vásárlására is fordíthatják. Ugyanakkor a nemzeti számlák statisztikájában csak az új lakás vásárlása számolható el lakásberuházásnak, a használt lakások vásárlása csak a háztartások közötti pénzügyi és reáleszközök cseréjét jelenti.

tevően, ennek megfelelően a vállalati beruházásokra a korábbi *Jelentéssel* lényegében megegyező növekedést prognosztizálunk 2003–2004-ben. Ugyanakkor úgy véljük, hogy az előrejelzés kisebb növekedés irányába mutató kockázata rövid távon erősödött.

II-10. táblázat Vállalati beruházások előrejelzése (Éves növekedési ütemek, százalék)

	Tény	Előrejelzés	
	2002	2003	2004
Feldolgozóipari beruházás	-9,2	0,5	6,8
Vállalati beruházás	-2,3	1,5	5,5

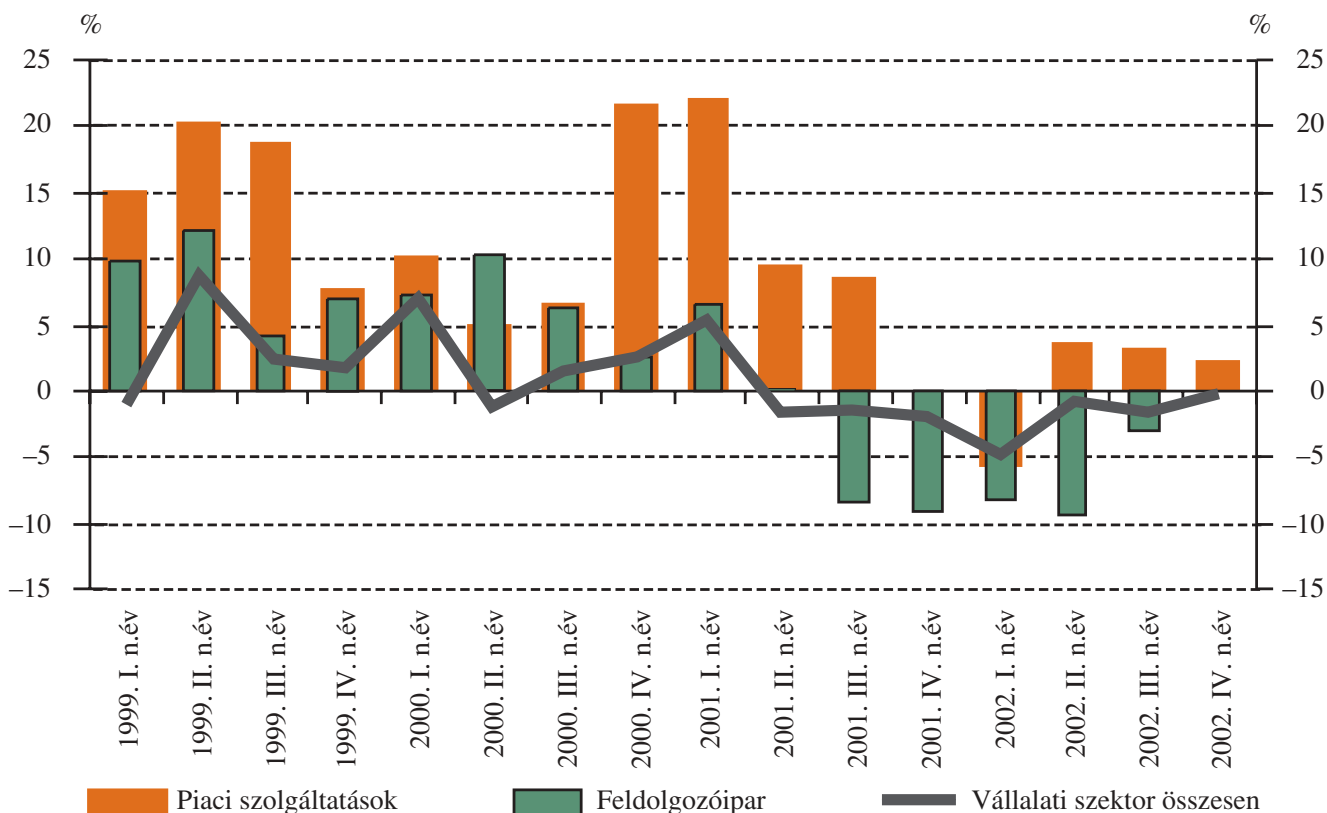
A vállalati beruházások elemzésekor elsősorban a szektor beruházásainak mintegy 40 százalékát kitevő feldolgozóipari beruházásokra összpontosítunk. Ez egyrészt azzal magyarázható, hogy a feldolgozóipari beruházások az ágazat erős exportorientáltságának eredményeként egzaktabban leírhatók, mint a belső és külső konjunktúra által egyaránt befolyásolt piaci szolgáltatások beruházásai. Másrészt a feldolgozóipari és a vállalati beruházások ciklusai a múltban igen szorosan együtt mozogtak, így a feldolgozóiparra tett megállapításaink lényegében a vállalati szektor egészére is jellemzőek.

A legfrissebb adatok szerint 2002 negyedik negyedében megállt a *feldolgozóipari beruházások* szintjének két éve tartó csökkenése, azaz a feldolgozóipari beruházások a tavalyi év végére valószínűleg elértek a ciklikus fordulóponthoz. A beruházási aktivitás erősödésében a külső kereslet élénkülése és ezáltal a termelési kilátások javulása játszott szerepet. A kapacitáskihasználtság szintje ugyanakkor továbbra is alacsony, és a tavalyi év végén tapasztalt elbizonytalanodás csak lassú élénkülést vetít előre.

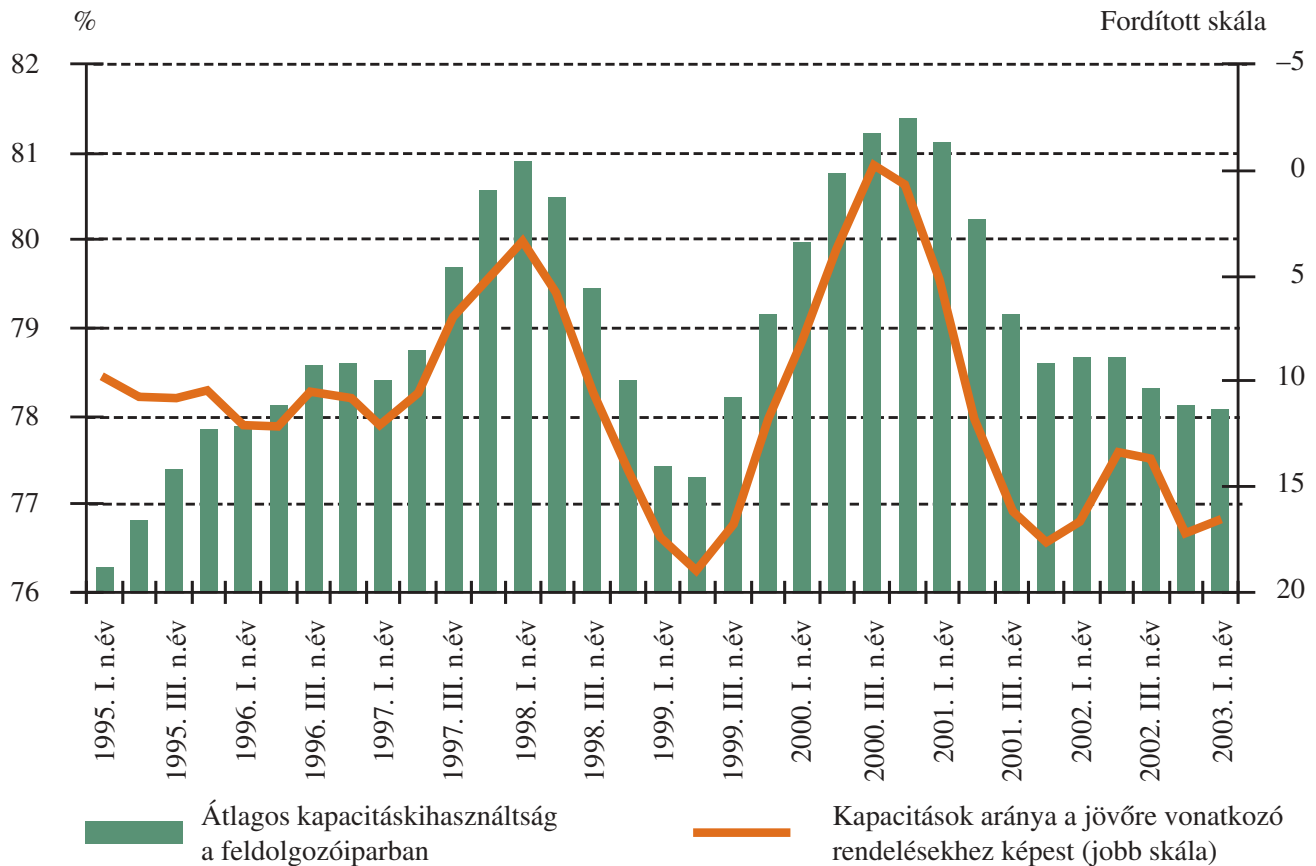
A feldolgozóipari beruházások 2003. első félévi alakulásával kapcsolatban a februári *Jelentéshez* képest nőtt a bizonytalanság. Az elmúlt negyedévben egyrészt az iraki konfliktus és az olajár ingadozása rontotta a nemzetközi üzleti várakozásokat, másrészt a hazai termelési kilátásokat övező bizonytalanság is erősödött a tavalyi év végéhez képest (ld. II. fejezet, 40. oldal). A feldolgozóiparban a kapacitáskihasználtság kismértékben tovább csökkent, és azon cégek aránya, amelyek a kapacitásukat a jövőbeni rendeléseikhez képest túlméretezettnek ítélik, továbbra is jóval a történelmi átlag felett van.

Ennek megfelelően úgy véljük, hogy a feldolgozóipari beruházások 2003 első felében a külső kereslet növekedése ellenére is csak szerény mértékben bővülnek majd és dinamikusabb növekedés csak az üzleti bizalom erősödésével indulhat meg. Várakozásaink szerint ez 2003 második felében következhet be.

II-9. ábra Vállalati beruházások ágazati összetétele (évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



II-10. ábra Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban (KOPINT felmérés alapján)

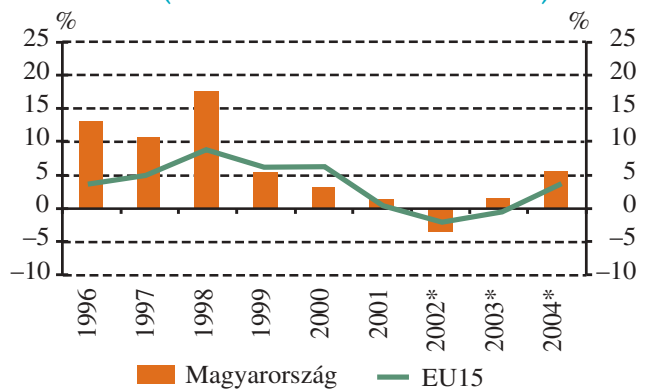


A feldolgozóipari beruházások alakulására 2003-ban várhatóan negatívan hat majd a vállalatok költségalapú versenyképességének elmúlt években bekövetkezett romlása és profitabilitásuk csökkenése is. Mindennek ellenére úgy véljük, hogy a külső kereslet élénkülése 0,5 százalékos körüli alacsony, de pozitív ütemű feldolgozóipari beruházásnövekedést tesz lehetővé az idei évben. 2004-re a bizonytalanság és a versenyképesség-romlás hatásainak csökkenésével, a beruházások dinamikusabb, 7 százalékos körüli növekedésével számolunk.

A vállalati beruházásoknál a 2002. negyedik negyedévi tényadat szintén ciklikus fordulópontot mutat. A vállalati beruházások a feldolgozóipari beruházásoknál kisebb mértékben estek vissza a 2001–2002 közötti időszakban, ami a piaci szolgáltatások fogyasztási kereslet által ösztönzött élénkülésének a következménye. A vállalati beruházások hazai visszaesésének mértéke és lefutása az EU-átlaghoz hasonlóan mondható.

A vállalati beruházások jövőbeli alakulásának előrejelzésekor a piaci szolgáltatások beruházásainak továbbra is erőteljes növekedésével számolunk a belső konjunktúra hatásával összhangban. Ennek megfelelően a vállalati beruházás dinamikája az előrejelzésünk szerint csak kismértékben marad el a feldolgozóipari beruházások bővülésétől: 2003-ban 1,5, 2004-ben 5,5 százalékos növekedéssel számolunk.

II-11. ábra Vállalati beruházások alakulása nemzetközi összehasonlításban (előző év azonos időszak=100)



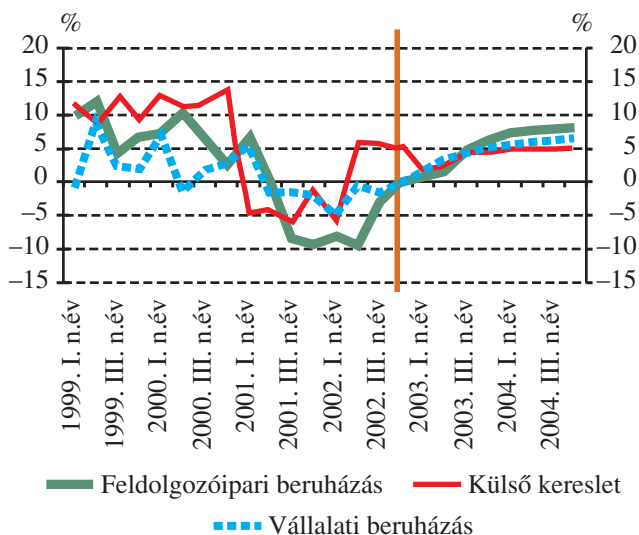
Az EU15 adat forrása az OECD Outlook (2002. április), a magyar adat MNB-beclsés.

* A 2002-es adatok előzetes tények, 2003 és 2004 előrejelzés.

KÉSZLETBERUHÁZÁS

A KSH készletstatisztikája szerint a nemzetgazdasági készletállomány a tavalyi negyedik negyedévben a korábbi időszakot meghaladó mértékben növekedett. A készletek szintje a dekonjunktúrával összhangban 2001 elejétől csökkent, és – a 2002. első negyedévi túlzottan optimista várakozások által gerjesztett növekedést leszámítva – a tavalyi év végén mutatkoztak először a készletek bőví-

II-12. ábra A vállalati és feldolgozóipari beruházás jövőbeli alakulása (évesített negyed-év/negyedév volumenindexek)



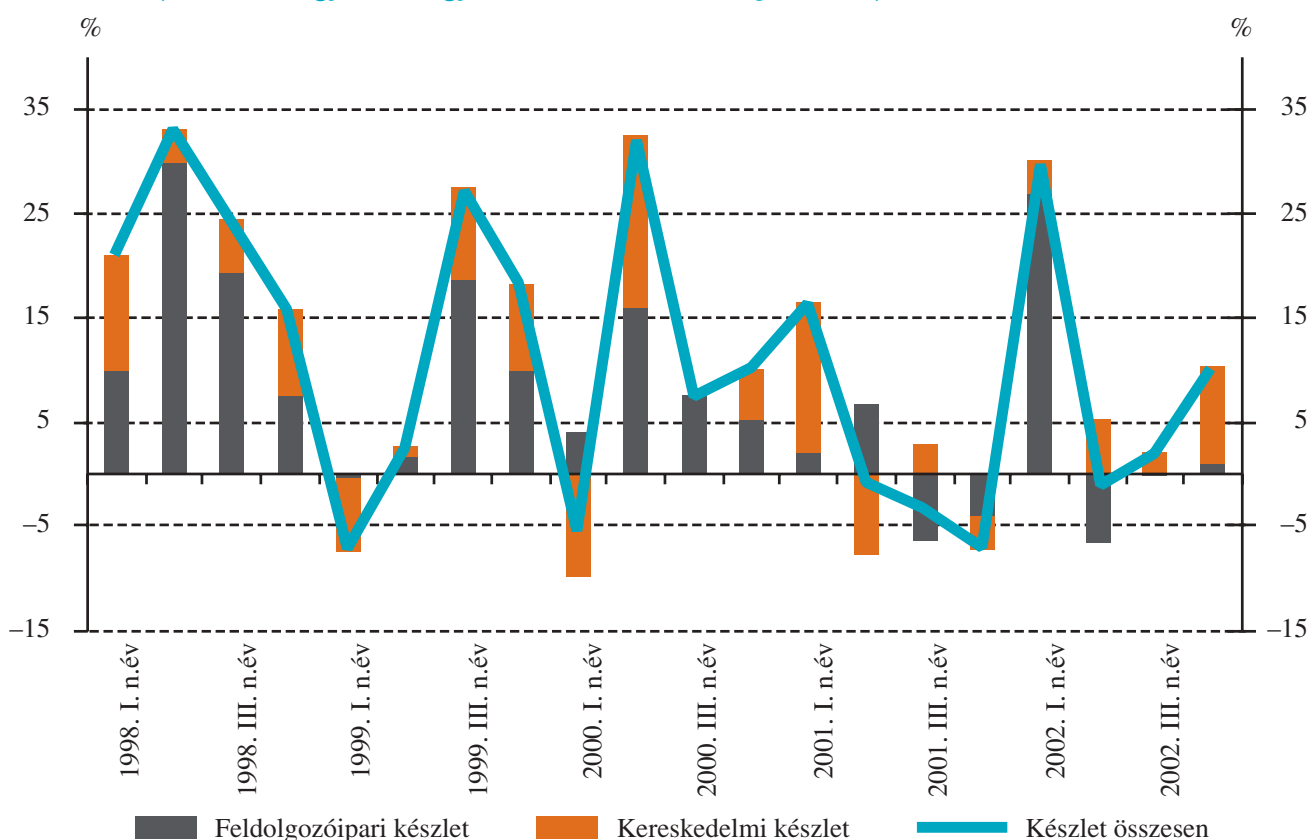
tésének jelei. A nemzetgazdasági készletek alakulása tehát vélhetően túljutott a ciklikus fordulóponton, ami összhangban áll a vállalatok beruházási és termelési folyamataival. A készletdinamika ágazati összetétele ugyanakkor azt mutatja, hogy a negyedik negyedévi növekedés a kereskedelmi készletek bővülésének az eredménye, a feldolgozóipari készletek csak stagnáltak. Összességében

tehát a nemzetgazdasági készletek bővülése mögött az élénk belső kereslet áll, a külső konjunktúra tartósságának megítélése továbbra is bizonytalan.

A feldolgozóipari készletek 2002. negyedik negyedévi alakulása az ágazat mérsékelt gazdasági aktivitását és az üzleti várakozások visszafogottságát tükrözi. A feldolgozóipari készletek szintje a negyedik negyedévben gyakorlatilag stagnált. Ez a készletdinamika összhangban van a tavalyi év végéről rendelkezésre álló egyéb információkkal, amelyek a feldolgozóipar 2002. év eleji fellendülése után a vállalati aktivitás fokozatos mérséklődését és az üzleti bizalom csökkenését mutatták. Bár a készlet/termelés arány a mutató a hosszú távú csökkenő trendje miatt nehezen értelmezhető (ld. februári Jelentés), valószínűnek látszik, hogy a vállalatok tovább folytatják a 2002. eleji készletfelhalmozás következtében megugrott készlet szintjüknek a jelenlegi alacsonyabb termeléshez való igazítását.

A feldolgozóipari készletekkel szemben a kereskedelmi készletek igen erőteljesen növekedtek 2002. végén. Ez a kiskereskedelmi forgalom magas dinamikája mellett a fogyasztási kereslet további élénkülésére utal. Összességében tehát a nemzetgazdasági készletek az év végén jelentősen növekedtek, ez azonban inkább a belső keresleti hatások erősödésére és nem a külső konjunktúra élénkülésére utal.

II-13. ábra A nemzetgazdasági készletek növekedésének összetevői* (évesített negyed-év/negyedév növekedési hozzájárulások)



* Az adatok forrása a KSH folyó árás készletstatisztikája, ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#) c. MNB-kiadványt.

KÜLKERESKEDELEM

A külkereskedelmi folyamatok alakulását fő vonalakban továbbra is a reálárfolyam-alakulás és a külső keresleti pálya határozza meg.

A jelenlegi előrejelzést azonban nagyban befolyásolják egyes nagy külkereskedelmi forgalmat bonyolító cégek gyáralapítási és -bezárási döntései, továbbá a külkereskedelmi forgalom statisztikai számbavételét érintő módszertani változtatások, melyek mind visszamenőlegesen, mind az előrejelzési horizonton lényeges hatást gyakorolnak a számokra.

Külkereskedelmi előrejelzéseink az előző *Jelentésben* szereplőhöz képest számszerűleg első pillantásra jelentősen módosultak, ennek azonban főként az említett módszertani váltás az oka.

II-11. táblázat A régi és új módszertan szerinti előrejelzések összehasonlítása¹³ (éves növekedési üteme, százalék)

	Régi KSH-módszertan szerint		Új KSH-módszertan szerint		
	2002	2003	2002	2003	
	Tény	Februári Jelentés	Tény	Februári Jelentés	Aktuális Jelentés
Export összesen	6,1	6,2	3,8	4,0	3,4
- ebből áruforgalom	7,0	5,3	5,7	4,5	3,4
Import összesen	9,3	7,7	6,1	5,2	5,3
- ebből áruforgalom	7,1	7,7	4,9	5,5	5,0

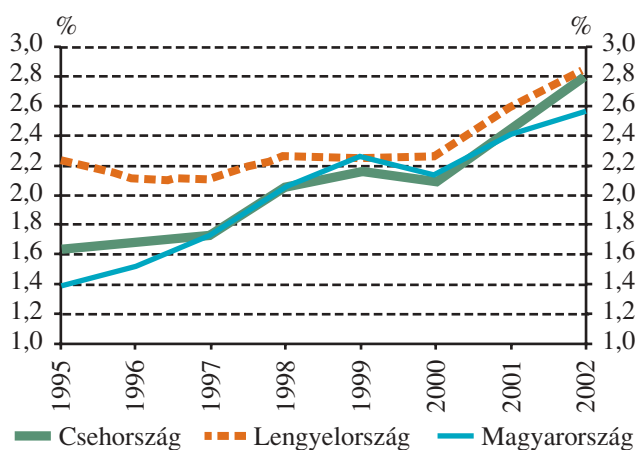
A 2003-ra vonatkozó régi és új módszertan szerinti előrejelzéseink összevetésével arra a következtetésre juthatunk, hogy az alacsonyabb export-előrejelzést több mint háromnegyed részben a módszertani változások eredményezték (a 2,8 százalékpontos csökkenésből 2,2 százalékpontot), míg az import-előrejelzés 2,5 százalékpontos csökkenése szinte teljes mértékben a módszertani változások számlájára írható.

A külső kereslet és a reálárfolyam oldaláról az előrejelzést nem befolyásolják olyan jelentősebb változások, melyeket a korábbi prognózis ne tartalmazott volna. Azok a részben átmeneti, részben tartós hatást kifejtő

vállalati relokációs döntések, amelyek főleg a tavalyi évet érintették, viszont már jelentősek. Az áruexportban nagyrészt ezek eredményezték azt, hogy 2002 elején a gyenge külső kereslet és az erősödő reálárfolyam ellenére magas növekedési ütemet regisztrálhattunk, az év közepére azonban lelassult a bővülés, és az utolsó negyedévben már enyhe visszaesés mutatkozott.

Piaci részesedésünkben (melyet az Európai Unió összes nem EU-ból származó importján belüli magyar részesedéssel mérünk) 2002-ben egyébként így is további növekedés volt megfigyelhető. Megjegyzésre érdemes azonban, hogy a nagyjából hasonló külső kereslettel és a reálfelértékelődéssel szembesülő Csehország és Lengyelország piaci részesedése az EU-ban az utolsó két évben gyorsabban nőtt. Ez valószínűleg összefügg azal, hogy Magyarországon a magasabb exportkapacitások kiépülése (külföldi közvetlen befektetések révén) a '90-es évek közepére-végére esett, így piaci részesedésünk növekedése is akkor volt a legélénkebb, míg Cseh- és Lengyelország esetében 2000-től gyorsult fel igazán a működőtőke-beáramlás. Ebben a kontextusban elképzelhető, hogy a kisebb magyar piaci részesedésnövekményben már a reálfelértékelődés hatása is megmutatkozik, míg a másik két országban ezt a hatást egyelőre elfedik a belépő új kapacitások.

II-14. ábra Piaci részesedés az EU összes importjából*

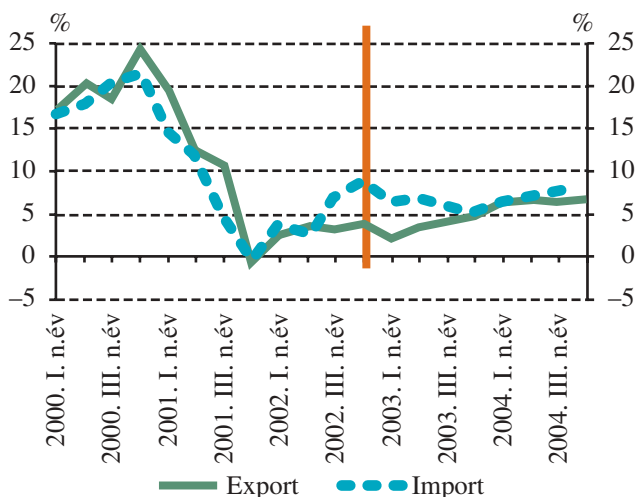


* Az EU-tagországok közötti kereskedelmi forgalomtól megtisztítva, folyó áron.

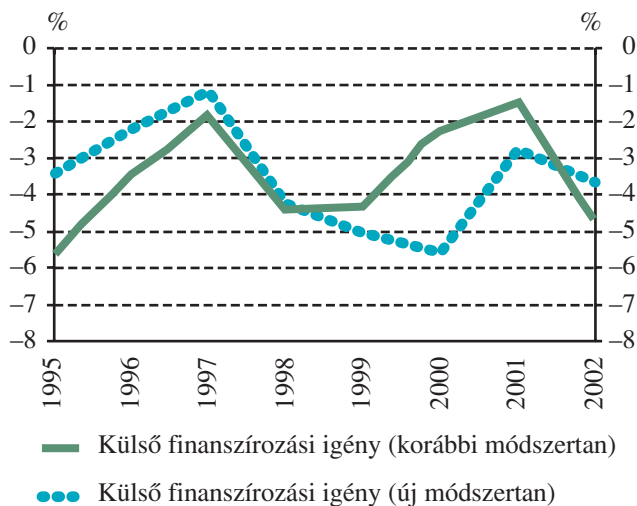
2003 elejét az áruexportot az előző *Jelentésünkben* adottnál lényegesen alacsonyabb szint jellemzi az említett relokációs döntések miatt. Ezek a tényezők az éves átlagos növekedés mértékét bő 1 százalékponttal lejjebb helyezik a csak csekély mértékben módosult külső kereslet és reálárfolyam-pálya ellenére is. 2004-re, amikor a relokációs döntések hatása már eltűnik az áruexport

¹³ A külkereskedelmi GDP korábbi módszertanáról ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#). A KSH most bevezetett módszertani változásairól ld. [A bruttó hazai termék 2001-ben](#) c. KSH. kiadványt.

II-15. ábra A nemzetgazdasági export és import növekedési üteme (előző év azonos időszakához képest)



II-16. ábra A külső finanszírozási igény (a GDP százalékában)



számaiból, az éves növekedés üteme megközelítheti a korábban adott előrejelzés viszonylag magasabb értékét.

A szolgáltatásexport alakulása a fenti hatásokat valamelyest tompítja, ugyanis a meglehetősen alacsony 2002-es bázison 2003-ban jelentősen javítja a nemzetgazdasági (GDP szerinti) export növekedését, 2004-ben viszont enyhén tompítja azt.

A februári előrejelzéshez képest a teljes nemzetgazdasági exportban 2003-ra így is mintegy fél százalékponttal, 2004-re pedig ennél is kisebb mértékben alacsonyabb növekedést várunk.

Az áruimportot meghatározó főbb tényezők előrejelzése (a reálárfolyamot leszámítva) nagyobb mértékben módosult, mint az export esetében. Egyrészt a belföldi kereslet növekedése magasabb ütemű lesz a korábban elgondoltnál, főként a belföldi konjunktúra miatt élénkülő állóeszköz-felhalmozás miatt. Másrészt azonban az áruexporttal kapcsolatban már említett vállalati relokációs döntések az áruimport alakulására is kihatnak, hiszen olyan cégekről van szó, melyek a nemzetgazdasági átlagot jóval meghaladó importtartalmú termékeket exportáltak.

Ezeken keresztül 2003-ban az áruimport növekedése is mintegy fél százalékponttal alacsonyabb lehet az előző prognózisunknál. 2004-ben a belföldi kereslet növekedésének üteme az idei évinél alacsonyabb lesz ugyan, az erősebb külső és belső konjunktúrán, valamint az élénkülő exporttevékenység importigényén keresztül az áruimport növekedési üteme az előző évinél mégis számottevően magasabb lesz.

A szolgáltatásimportban az előrejelzési horizonton stabil, viszonylag lassú növekedésre számítunk, ami 2003-ban élénkítő, 2004-ben viszont inkább tompító jelleggel bír a teljes nemzetgazdasági import növekedési ütemére.

KÜLSŐ EGYENSÚLY

Jelenlegi előrejelzésünkben az egyes szektorok finanszírozási kapacitását az új MNB módszertan szerint határozzuk meg.¹⁴

2003-ra az új módszertan szerint a folyó fizetési mérleg hiányát a tavalyinál magasabbra, 3,9 milliárd euróra (a GDP 5,1 százalékára) becsüljük. 2004-re a GDP arányában nem várjuk a külső finanszírozási igény növekedését: a fizetési mérleg hiányát 4,2 milliárd euróra (az idei évhez hasonlóan a GDP 5,1 százalékára) prognosztizáljuk.

2003-ban az államháztartás finanszírozási igénye az előző *Jelentésben* feltételezettnél kisebb mértékben csökken. A magánszektor finanszírozási képessége előrejelzésünk szerint ennél nagyobb mértékben csökken, ez eredményezi a külső finanszírozási igény növekedését. A lakosság nettó megtakarítása a GDP arányában kismértékben tovább csökken, mert ebben az évben is folytatódik a háztartások GDP arányos fogyasztásának növekedése, mialatt rendelkezésre álló jövedelmük már kevésbé nő. A vállalati szektor finanszírozási kapacitása csökken, mert ugyan felhalmozási igényük csak kissé nő, de jövedelmezőségük is csökken.

2004-re előrejelzésünk szerint a GDP arányában a külső finanszírozási igény nem változik. Az államháztartás fi-

¹⁴ A háztartások nettó finanszírozási képességét a pénzügyi számlák, a külső finanszírozási igényt az új módszertan szerinti fizetési mérleg alapján számítotuk. Az államháztartási finanszírozási igényét a módszertani változás nem érintette. A változásokról ld. részletesen <http://www.mnb.hu/module.asp?id=81>

nanszírozási igénye a fiskális keresletszűkítéssel összhangban csökken, a magánszektor finanszírozási kapacitása azonban ezzel közel azonos mértékben mérséklődik. A lakosság nettó megtakarítása jövőre már nem változik számottevően a fogyasztási és felhalmozási ki-

adások növekedési ütemének mérséklődése következtében A vállalati szektor felhalmozása a külső konjunkturális ciklus felívelésével 2004-ben növekedni fog, de becslésünk szerint a vállalkozások továbbra is nettó hitelnyújtó pozícióban maradnak.

II-12. táblázat A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási helyzete (a GDP százalékában)

	2001	2002	2003	2004
	Becslés		Előrejelzés	
I. Államháztartás*	(-5,1)	(-8,9)	(-7,7)	(-6,2)
II. Magánszektor (1.+2.)	2,3	5,2	2,8	1,4
1. Háztartások	4,8	2,2	1,5	1,1
2. Vállalati szektor**	(-2,5)	3,0	1,3	0,3
Külső finanszírozási képesség (I.+II.)***	(-2,8)	(-3,7)	(-5,0)	(-4,7)
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban	(-3,4) (-2,0)	(-4,0) (-2,8)	(-5,1) (-3,9)	(-5,1) (-4,2)

* Speciális pénzforgalmi szemléletű mutató a megtakarítói pozíciók elemzésére. Nem az államháztartás hiányát mutatja.

** Pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások összesen. Az állami autópálya-építés kiadásai nem itt szerepelnek, hanem az államháztartás részét képezik.

*** A külső finanszírozási igény tartalmazza a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlegét is.

TERMELÉS

A hazai termelés továbbra is a lassan élénkülő külső konjunktúra és az erős belső, fogyasztási kereslet által meghatározott. Ugyanakkor mind az üzleti, mind a lakossági bizalom igen jelentősen romlott az elmúlt időszakban, ami a termelési folyamatok visszafogott bővülését valószínűsíti az elkövetkező negyedévben.

Hosszú távon egyrészt az élénkülő külső kereslet és a versenyképesség-romlás lefékeződése a feldolgozóipar dinamikus növekedéséhez vezethet. Másrészt a belső kereslet mérséklődése a piaci szolgáltatások egyes szegmenseinek lassulását eredményezi. Az építőipari konjunktúra lanyhulása már az idén elkezdődött, és 2004-ben már jelentős lassulással számolunk. Összességében a termelési oldalról 2003-ban és 2004-ben folyamatosan bővülő kibocsátást prognosztizálunk.

II-13. táblázat A termelés előrejelzése (éves növekedési ütemek, százalék)

	Tény	Előrejelzés	
	2002	2003	2004
Feldolgozóipari bruttó termelés	3,6	3,6	6,3
Feldolgozóipari hozzáadott érték*	0,5	3,3	4,4
Piaci szolgáltatások hozzáadott érték	4,1	4,0	3,9
Építőipari hozzáadott érték	14,8	10,0	2,0

* 2002-ben korrigált idősor

A feldolgozóipar bruttó termelése 2002-ben 3,6 százalékkal növekedett. A nemzetközi dekonjunktúrával összhangban a hazai ipar termelése 2001-ben stagnált, majd 2002 elején ismét növekedésnek indult. A ciklikus fordulóponthoz tehát 2001 végére tehető.

A német és a hazai ipari konjunktúra elmúlt időszaki alakulásának egybevetéséből kiderül, hogy bár az együtt-

mozgás továbbra is szoros, de a korábbi recesszióktól eltérően a hazai termelés vélhetően előbb jutott túl a ciklus fordulópontján, mint a német. Ez nem magyar sajátosság, a kelet-közép-európai térség adatai azt mutatják, hogy a régió országaiban általában korábban indult meg a fellendülés, mint Németországban. Ennek egyik magyarázata lehet az, hogy a hazai ipari exportban a továbbfelhasználásra kerülő és beruházási célú termékek részaránya 2002-ben már meghaladta a 70%-ot, ezen termékek relatív kereslete pedig a ciklus felszálló ágában jelentősen növekszik. A hazai ipari konjunktúra a külső kereslet által vezérelt, a belföldi értékesítés 2002-ben gyakorlatilag stagnált.

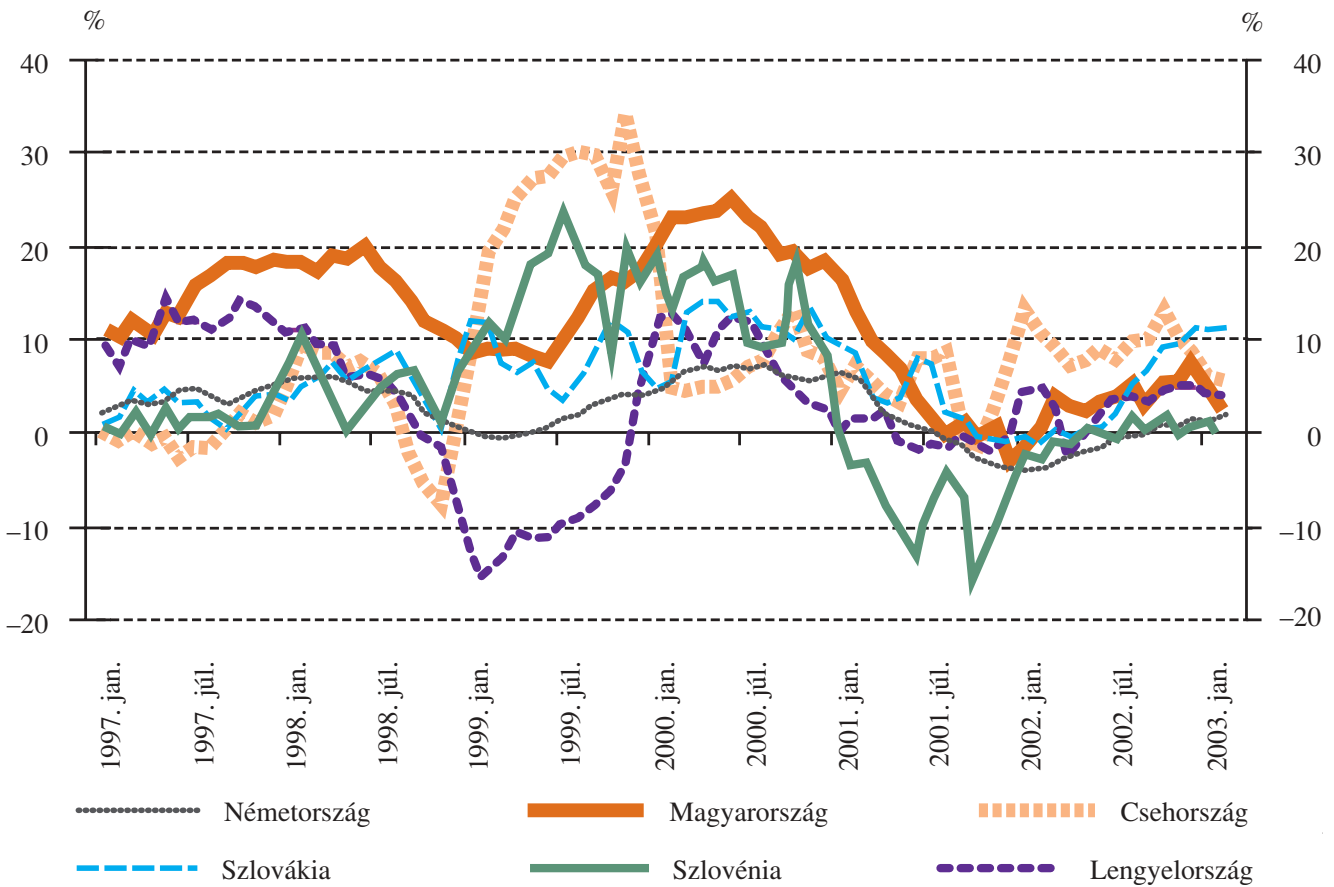
A hazai ipari konjunktúra 2003 elején kismértékben gyengült a tavalyi év lassú, de folyamatos növekedéséhez képest. A konjunktúra lassulása mögött egyrészt az üzleti bizalom csökkenése áll. A hazai vállalati várakozások a nemzetközi várakozásokkal összhangban az elmúlt év végén igen jelentősen romlottak, és az idei év első negyedévében ezen a visszafogott szinten stabilizálódtak. Ugyanakkor mind a német, mind az euró régió bizalmi indexe folyamatosan romlott az elmúlt hónapokban, ami azt valószínűsíti, hogy az év első felében az üzleti bizalom itthon sem erősödik számottevően.

Az ipari konjunktúra rövid távú alakulásának megítélésében – a beruházási prognózishoz hasonlóan – nagy a bizonytalanság. A rendelkezésre álló január–februári adatok alapján 2003 első és második negyedévére a termelés növekedésének lassulását tételeztük fel és csak az év második felében várunk a tavalyi év dinamikájával azonos mértékű fellendülést.¹⁵ A 2003-as évben a növekedést számításaink szerint még közel 1 százalékponttal mérsékli majd a versenyképesség már eddig bekövetkezett romlásának negatív hatása, és így összességében 3,6 százalékos növekedést tartunk valószínűnek. 2004-ben a külső kereslet tartós élénkülése és az üzleti bizalom várható megerősödése 6,3 százalék körüli ipari termelésbővülést eredményezhet.

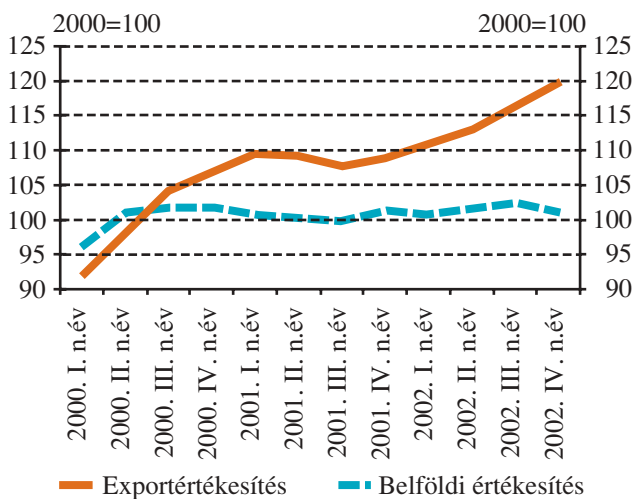
A feldolgozóipari hozzáadott érték a KSH frissített adatai szerint kiugró mértékben növekedett 2002 második felében. A bruttó termelést lényegesen meghaladó

¹⁵ A Jelentés lezárásakor érkezett az ipari termelés március hónapra vonatkozó előzetes adata, amely szerint a 2003. első negyedévi növekedés nem mutatta a lassulás jeleit. Az ipari adat értékelésekor azonban figyelembe kell venni, hogy az év elején a szokatlanul hideg időjárás miatt az energiaszektor termelése a korábbi években tapasztaltnál lényegesen nagyobb volt. A konjunkturális szempontból meghatározó feldolgozóipar termelése tehát valószínűleg márciusban is elmaradt az ipari dinamikától.

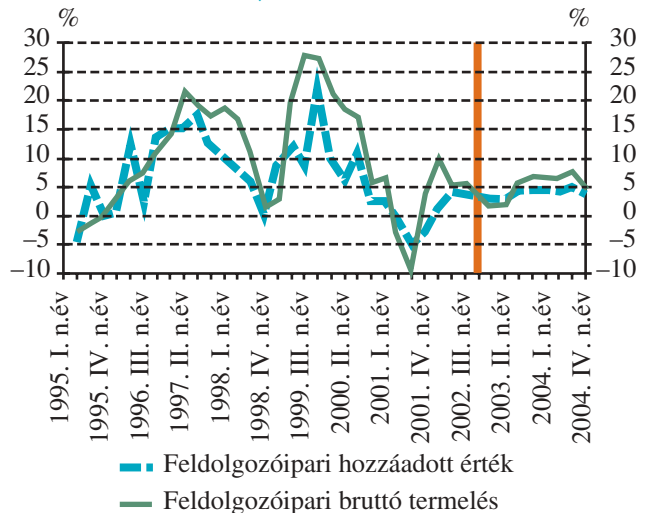
II-17. ábra Németország és a kelet-közép-európai régió ipari konjunktúra ciklusa (előző év azonos időszaka =100, simított adatok)



II-18. ábra A feldolgozóipar belföldi és exportértékesítésének volumene (2000=100)



II-19. ábra A feldolgozóipari termelés és a hozzáadott érték alakulása (évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



mértékű hozzáadottérték-növekedést a konjunktúra-folyamatok alakulásáról ismert más információk nem támasztják alá: az export és a foglalkoztatottság alakulása is kisebb bővülést indokolna. A jelenség egyik magyarázata a relokációs folyamat lehetne, azaz a kisebb hozzáadott értékű vállalatok kitelepülése, és helyettük a magasabb hozzáadott értékű tevékenységek növe-

kedése. Azonban az általunk elérhető dezaggregációs szinten sem az előbbi, sem az utóbbi jelenség nem érhető tetten. Emellett jelenleg nem áll rendelkezésünkre olyan információ sem, amellyel a hozzáadott érték és bruttó termelés közötti elnyílás növekedését

statisztikai-módszertani alapon magyarázni tudnánk. Ezen szempontok figyelembevételével úgy döntötünk, hogy a KSH feldolgozóipari hozzáadott értékre vonatkozó harmadik és negyedik negyedévi adatát az előrejelzéseinkben „rendellenes megfigyelésként” kezelve nem vesszük figyelembe, helyette a bruttó termelés alapon korrigált ténybecslésünket szerepeltetjük. Ezzel a korrekcióval a feldolgozóipari hozzáadott értékre 2003-ban 3,3, 2004-ben 4,4 százalékos prognózis adódik.

A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke 2002 negyedik negyedévében a várakozásainkat kissé meghaladó mértékben növekedett, amiben az erőteljes fogyasztási kereslet hatása játszhatott szerepet. A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke 2002-ben 4,1 százalékkal bővült, ezen belül a belső kereslet által ösztönzött kereskedelem erőteljesebben, az ipari konjunktúrával inkább együtt mozgó szállítás lassabb ütemben növekedett. Előrejelzésünkben 2003-ra továbbra is erős belső konjunktúrával számolunk, 2004-ben pedig a fogyasztási kereslet szerepét várakozásaink szerint az ipari konjunktúra élénkülése veszi át. Ennek megfelelően 2003-ban 4 százalékos, 2004-ben 3,9 százalékos piaci szolgáltatás hozzáadottérték-bővülést prognosztizálunk.

Az építőipar hozzáadott értéke 2002-ben 15 százalékkal bővült. A kiugró növekedés mögött egyrészt a lakás-

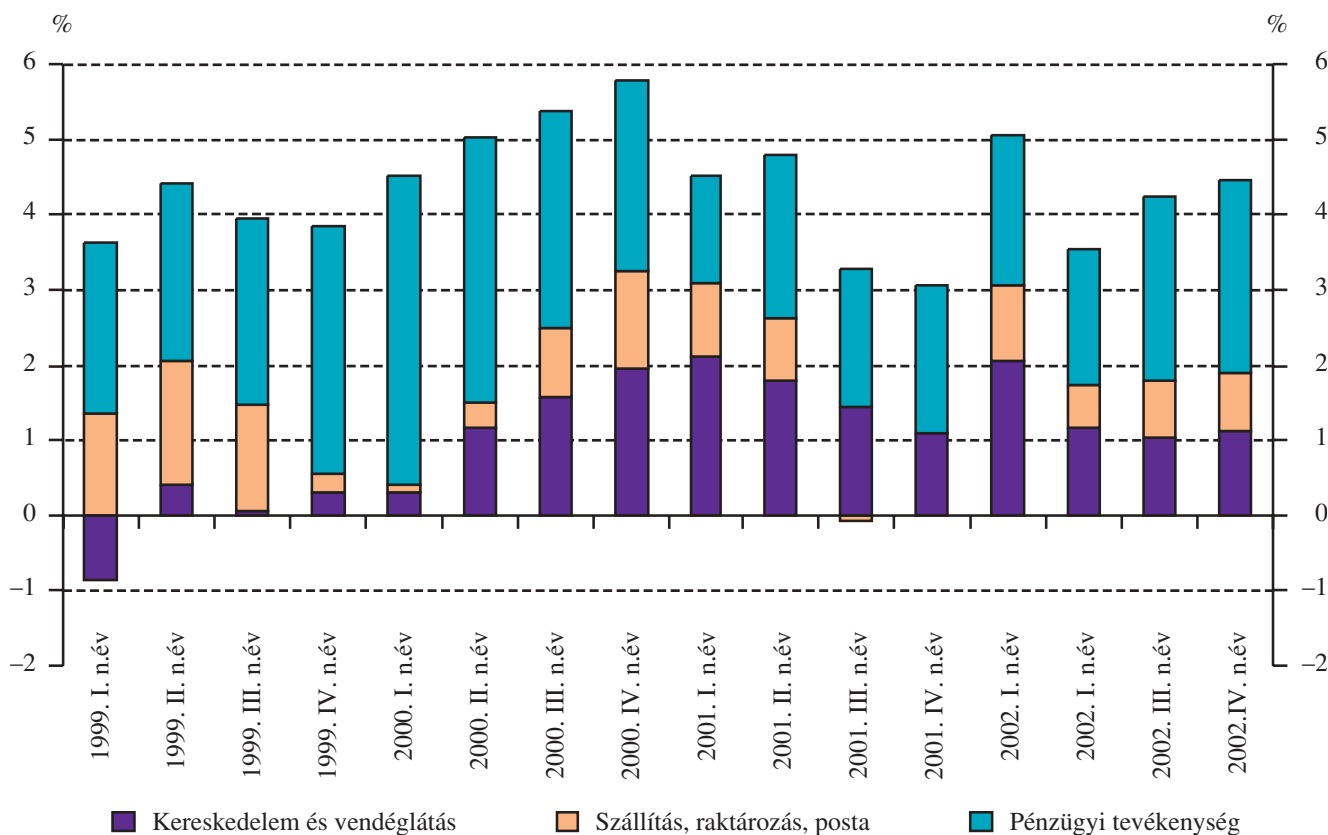
piaci fellendülés, másrészt az állami beruházások felfutása állt, amit jól mutat, hogy az épületek építése 15 százalékkal, az egyéb építmények – jellemzően utak – építése pedig 28 százalékkal növekedett az év során. 2002 negyedik negyedévében ugyanakkor a korábbi növekedés megtorpant, a lakásépítés stagnált az egyéb építmények (pl. utak, vasút, vízi építmények) építése pedig csökkent.

Az építőipari termelés 2003. év eleji növekedéséről rendelkezésre álló információk a termelés további lassulást vetítik előre. A termelés volumene az első két hónapban 10 százalékkal csökkent, az új szerződések pedig az egy évvel korábbi szint 70%-án állnak.

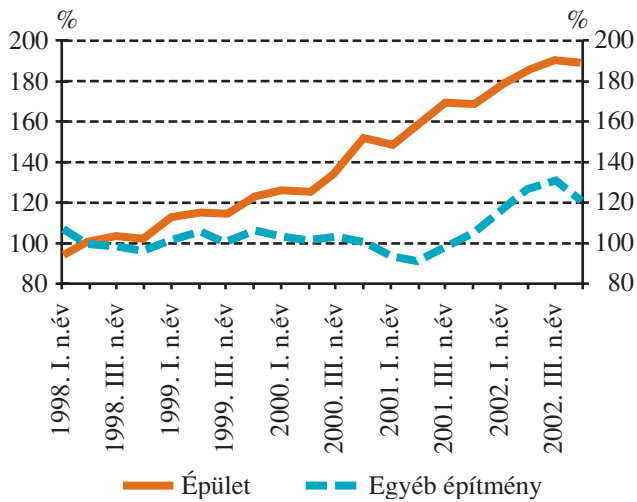
A hosszú távú előrejelzésünket a lakásépítésre és az állami beruházásokra (alapvetően autópálya építésekre) vonatkozó prognózisunkra alapoztuk.

Előrejelzésünk szerint a lakáspiaci fellendülés 2003-ban még erős lesz, 2004-ben pedig mérséklődik. Az állami beruházásokra lassú és mérséklődő ütemű növekedést tételeztünk fel. Ennek megfelelően a prognózisunk szerint 2003-ban a magas szint még mérsékelt dinamika mellett is közel 10 százalékos éves volumenbővülést eredményezhet az építőipari hozzáadott értékben, amely 2 százalékra mérséklődik 2004-ben.

II-20. ábra A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének ágazati megoszlása (évesített negyedév/negyedév növekedési hozzájárulás)



II-21. ábra Az építőipari termelés* (1998=100)



* Az egyéb építmény kategória tartalmazza a KSH terminológia szerint az utakat, a vasutat és a vízi építményeket.

III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG

A munkapiaci folyamatokat a 2001–2004-es időszakban a külső konjunktúra ciklus késleltetett hatásai, a reálárfolyam tartós felértékelődésének következményei és a 2001–2002. évi minimálbér-emelések hatásai alakítják.¹⁶ A munkapiacot befolyásoló folyamatok hatásai azonban nehezen különíthetők el.

A munkapiac – a nemzetközi tapasztalatok szerint – általában kisebb-nagyobb késleltetéssel reagál a működésére ható tényezők változására. Mint azt már az árfolyamsáv szélesítése után készített első *Jelentéseinkben* is részletesen bemutattuk, a deflációs folyamat reálgazdasági költségei szempontjából kulcsfontosságú a munkapiaci alkalmazkodás módja és mértéke. Jeleztük,

hogy amennyiben a bérezési magatartás alacsonyabb inflációs pályához való alkalmazkodása elhúzódik, a vállalkozások a munkaerő relatív drágulására létszámcsökkentéssel reagálhatnak. Ennek következményeként a kibocsátás is visszaeshet, és így a defláció növekedési áldozata is magasabb lehet. Úgy tűnik, hogy a munkapiaci folyamatok ebbe az irányba mutatnak: a nominális bérek növekedése a defláció ellenére az elmúlt egymásfél évben magas maradt és csak lassan mérséklődik a versenyszektorban, ezzel egyidejűleg a munkaerőkereslet visszafogott és emelkedik a munkanélküliség.

A tavalyi expanzív, illetve az idén és jövőre várható, enyhén megszorító fiskális politika részben az állam-

III-1. táblázat Összefoglaló munkapiaci mutatók (változás az előző évhez képest, %)*

	MNB becslés	Előrejelzés			MNB becslés	Előrejelzés	
		Februári Jelentés				Aktuális Jelentés	
	2001	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Feldolgozóipar							
Foglalkoztatottság**	-0,7	-2,0	-1,3	-0,2	-1,9	-1,8	-0,6
Bérinfláció**	14,4	11,9	6,9	4,9	11,8	7,5	5,4
ULC***	9,8	7,9	1,1	0,3	7,6	0,9	-0,1
Piaci szolgáltatások							
Foglalkoztatottság**	2,9	1,4	1,0	0,3	1,6	1,0	0,1
Bérinfláció**	14,8	13,6	8,7	5,8	13,7	9,9	7,4
ULC***	11,3	9,3	4,6	1,9	9,3	6,0	3,6
Versenyszféra							
Foglalkoztatottság**	1,1	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,2
Bérinfláció**	14,6	12,9	7,8	5,4	12,8	8,8	6,5
ULC***	10,4	8,4	2,9	1,2	8,2	3,5	1,9

* A tényleges folyamatokat az éves átlagos változás gyakran nem hűen tükrözi a bázishatások miatt. A folyamatok aktuális alakulásáról pontosabb képet adnak az adott alfejezetben bemutatott szint- és rövid bázisú (pl. negyedév/előző negyedév) mutatók.

** Saját becslés a KSH-adatok alapján (ld. [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#)).

*** ULC: termékegységre (hozzáadott értékre) jutó munkaerőköltség nominális növekedése.

¹⁶ A III. fejezetben végig a versenyszféráról beszélünk; az állami szektor munkapiaci folyamatait a II. fejezetben (27. oldal) mutattuk be.

háztartási bérek kiugró mértékű növekedésében nyilvánul meg, aminek demonstrációs hatása lehet a versenyszektorban, és azon belül is elsősorban a piaci szolgáltatások körében.

Az elmúlt hónapokban azonban úgy tűnt, hogy a versenyszektor egy részében a korábban tapasztaltnál gyorsabb, az alacsony inflációs környezethez való bérezésbeli alkalmazkodási folyamat indult meg. A tavalyi év második felétől a feldolgozóiparban számottevően mérséklődött a bérek növekedése. A feldolgozóipari bérinfláció csökkenő trendje azonban a legfrissebb (februári) adatok alapján bizonytalanná vált. A piaci szolgáltatásokban ugyanakkor továbbra is magas szinten stagnált a bérinfláció. A legfrissebb vállalati felmérések (TÁRKI) azt jelzik, hogy az inflá-

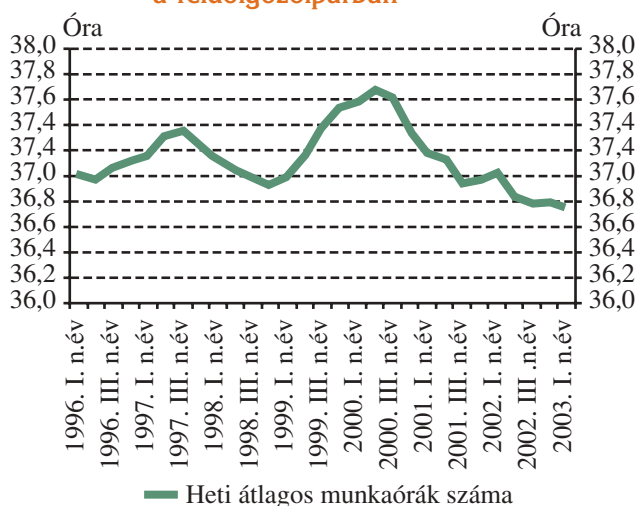
ciós várakozások és a béremelési szándékok mérséklődtek a korábbi időszakhoz képest.

Összességében a 2003-ra vonatkozó korábbi 7,8%-os bérinflációs prognózisunkat 8,8%-ra emeltük, tekintettel arra, hogy a friss adatok szerint a piaci szolgáltatásokban egyáltalán nem láthatóak a bérinfláció számottevő mérséklődésére utaló jelek. Sőt, ahogy utaltunk rá, a friss februári adatok szerint a feldolgozóipari béralakulás sem mutat határozott csökkenést. A 2004-re vonatkozó korábbi 5,5%-os prognózisunkat 6,5%-ra emeltük, mivel most a béremelkedésnek az alacsony inflációhoz való lassabb alkalmazkodásával számolunk. A prognózisban hangsúlyosan figyelembe vettük a bekövetkezett reálértékelődés vállalati jövedelmezőségre gyakorolt negatív hatásait és a munkaerő-tartalékok emelkedését.

A MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA

A munkaerő kihasználtságát jellemző tendenciákban nem következett be lényeges változás az előző *Jelentés* készítése óta. A munkaerő-felhasználás intenzitásának mérőszáma, az átlagosan ledolgozott munkaórák száma általában jó előrejelző indikátora a gazdasági ciklus alakulásának. A feldolgozóiparban a fizikai foglalkozásúak által ledolgozott munkaórák átlagos száma tavaly év végén és idén év elején nagyjából szinten maradt.¹⁷ Az előző *Jelentés* készítésekor rendelkezésre álló információk alapján nem zártuk ki, hogy az átlagos munkaóraszám alakulásában is megtörtént a trendforduló, összhangban a külső kereslet és a feldolgozóipari termelés alakulásával. A legfrissebb munkaóraadatok azonban ezt nem támasztották alá, miközben a rövid távú konjunkturális kilátások bizonytalanságára utalnak a termelésre vonatkozó legfrissebb információk is.

III-1. ábra A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos óraszám a feldolgozóiparban*



* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Februárig tényadatok, a márciusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

A versenyszektor munkaerő-kereslete az elmúlt év végén enyhén emelkedett.¹⁸ 2003-ban és 2004-ben ugyanakkor

a versenyszektor egészében nem várunk lényeges változást a foglalkoztatás szintjében, tekintettel arra, hogy a létszám általában kisebb-nagyobb késleltetéssel reagál a ciklikus változásokra. Prognózisunk figyelembe veszi azokat a friss kutatási eredményeket, amelyek szerint bár a magyar vállalatok rövid távú munkaerő-piaci viselkedése már többé-kevésbé hasonlóvá vált a fejlett piacgazdaságokhoz, ez hosszabb távon még instabil, vagyis a vállalatok munkaerő-kereslete a kibocsátás csökkenéséhez viszonylag gyorsan kezd alkalmazkodni, míg növekedési rugalmassága nagyon alacsony.¹⁹ Így a 2001–2002-es lassúbb gazdasági növekedés visszafogó hatása érvényesülhet még utólag is a foglalkoztatásban.

A feldolgozóiparban folytatódott a munkaerő-kereslet visszaesése, így a foglalkoztatottak száma és a teljes ledolgozott munkaóratömeg tovább csökkent.²⁰ Az ágazat foglalkoztatási folyamatait jelenleg a ciklikus lassulás késleltetett hatásai, bizonyos alacsony termelékenységű tevékenységek esetében a minimálbér-emelések tényleges bérszint-növelő hatása, a munkaköltségek gyors emelkedése és részben a forintárfolyam tartós felértékelődése miatti versenyképesség-romlás együttesen alakítják.

A feldolgozóipar elmúlt évi létszámcsökkenése mögött jelentős ágazati különbségek húzódnak meg. Két olyan (számításaink szerint munkaintenzívnek tekinthető) ágazat emelhető ki, ahol a foglalkoztatás 2001 közepe óta jelentősen mérséklődött: az egyik a textil-, ruházati ipar, a másik pedig a fémalapanyag, fémfeldolgozási termékek gyártása (kohászat).

2003-as feldolgozóipari létszámprognózisunkat az előző *Jelentésben* szereplőhöz képest kissé lefelé módosítjuk. Úgy tűnik ugyanis, hogy a versenyképesség romlása és a munkaerő relatív árának drágulása a foglalkoztatást a korábban feltételezettnél valamelyest erősebben mérsékli. A feldolgozóiparban bekövetkezett év eleji létszámcsökkenéssel korábbi prognózisunkban is számoltunk, a következő hónapokban várható csoportos elbocsátások és anekdotikus információk alapján

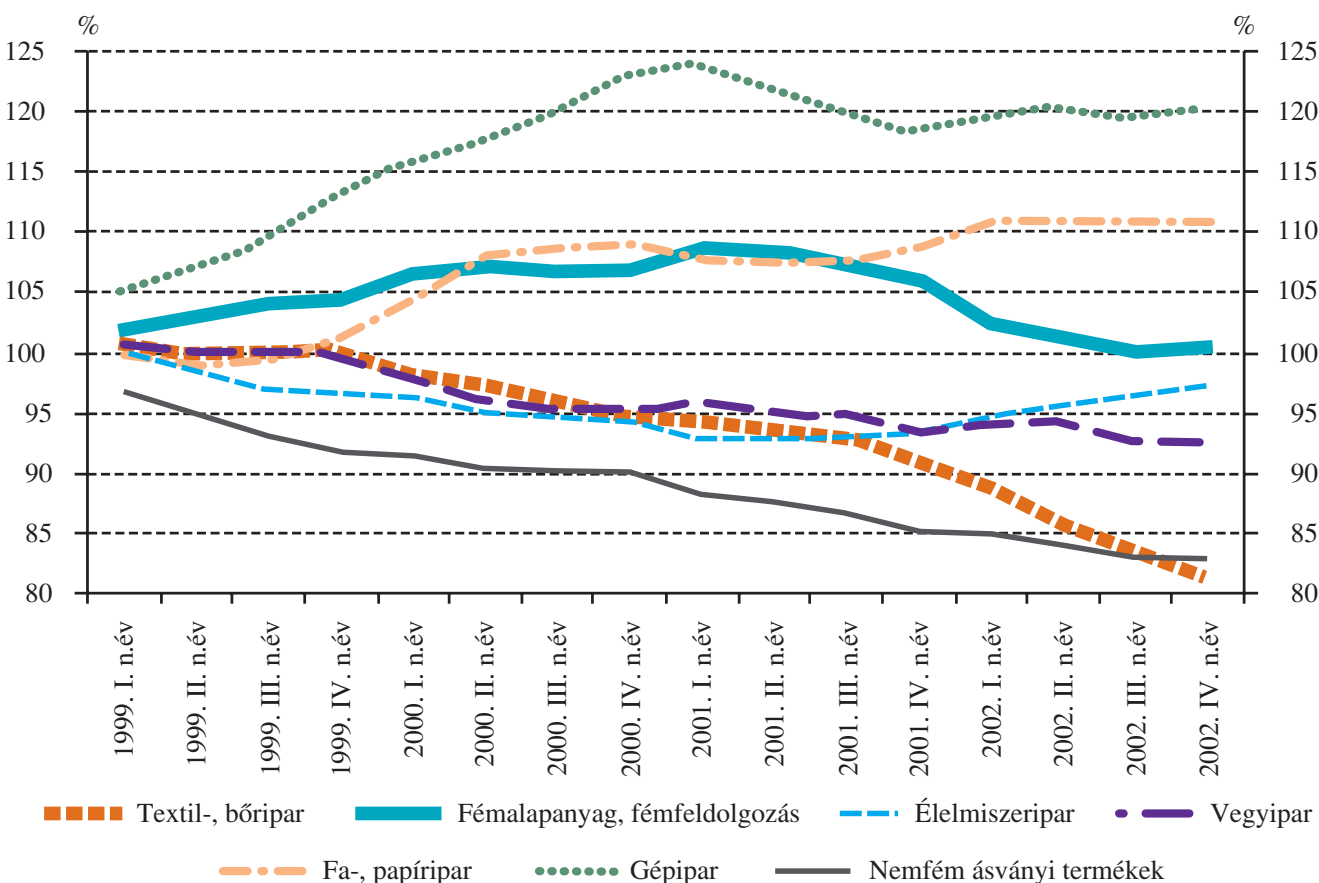
¹⁷ Februárig KSH tényadatok, a márciusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

¹⁸ A munkaügyi statisztikában a versenyszektor év eleji létszámadatai nagyon bizonytalanok, gyakori az utólagos korrekció. Az első néhány hónap, illetve az első negyedév adataiban általában nagy a „zaj”, a szezonális kiigazítás során gyakran „kiugró értéknek” bizonyulnak. A 2003. év eleji információkból ezért sem a versenyszektor aggregált foglalkoztatottsági szintjére, sem a piaci szolgáltatásokra vonatkozó adatokat nem tudjuk értékelni.

¹⁹ Kőrösi, G.: A vállalatok munkaerő-kereslete, Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek 2000/3; Kőrösi, G.: Labour Adjustment and Efficiency in Hungary, Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek 2002/4.

²⁰ Az intézményi munkaügyi statisztika alapján.

III-2. ábra A feldolgozóipari ágazatok foglalkoztatásának alakulása* (1998 első negyedéve = 100)



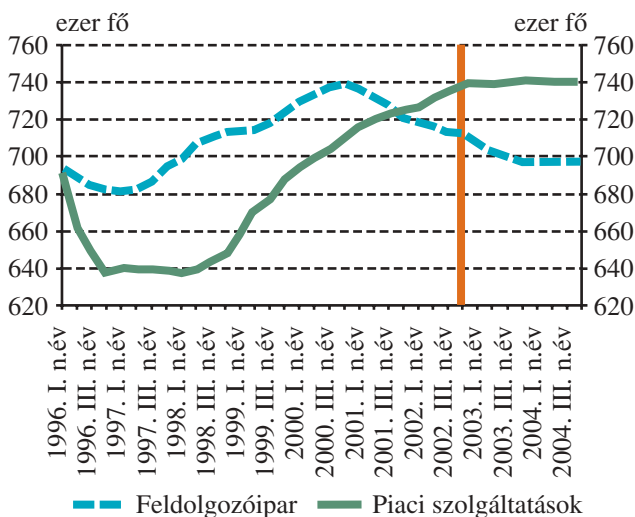
* Teljes munkaidőben foglalkoztatottak.

azonban elképzelhetőnek tartjuk, hogy az év egészében a foglalkoztatás csökkenése korábbi előrejelzésünk-nél erőteljesebb is lehet.

Bár a külső keresletre és a termelésre vonatkozó adatok szerint a feldolgozóipari ciklus túljutott a forduló-pontján, a késleltetett konjunkturális hatásokat, a forint reálfelértékelődésének általános gazdasági aktivitásra gyakorolt fékező hatását és a munkaerő-kereslet alacsony növekedési rugalmasságát figyelembe véve még 2004-ben is inkább a feldolgozóipari foglalkoztatás szinten maradását, mint számottevő élénkülését valószínűsítjük.

A piaci szolgáltató szektorban az élénk belföldi konjunktúra hatására a tavalyi év végén várakozásainknál kissé nagyobb mértékben folytatódott a létszám bővülése és a munkaóratömeg emelkedése. 2003-ban viszont a piaci szolgáltatások körében a korábbi dinamikus létszámnövekedés fékeződését várjuk, a lassabban növekvő fogyasztási kereslet és a magas fajlagos munkaköltségek miatt. Az ágazat mérsékeltebb létszámnövekedésének irányába mutatnak azok az anekdotikus információk is, amelyek jelentősebb létszám-csökkentési elképzelésekre vonatkoztak 2003 elején. 2004-re – korábbi prognózi-

III-3. ábra A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása és előrejelzése*



* Az alapadatok forrása: KSH.

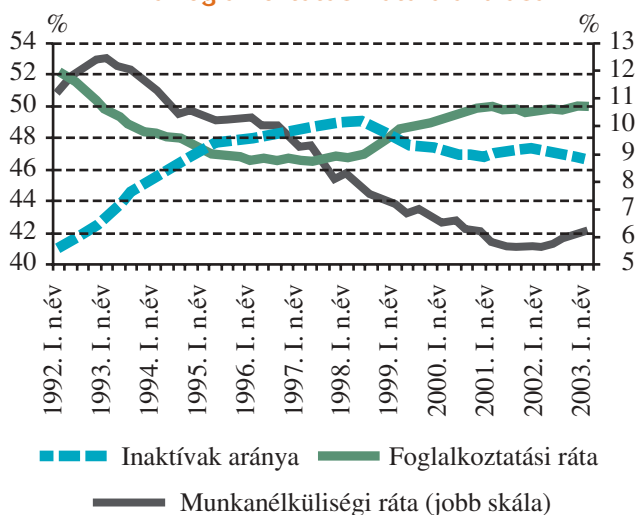
sunkkal megegyezően – a foglalkoztatás szinten maradását feltételezzük az ágazatban, a gazdaság növekedési ütemének stagnálását figyelembe véve.

MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZŰKÖSSÉG

2002 közepétől a gazdaságban folyamatosan bővülnek a munkaerő-tartalékok. A munkanélküliségi ráta a tavalyi év második felében, majd idén év elején növekedett.²¹ Hasonló tendenciát mutat a munkaügyi hivatalokban regisztrált munkanélküliek száma is. A magyar gazdaságban a munkanélküliség növekedésére 1992 óta nem volt példa, az ezt követő években a munkaerő-kereslet mérséklődése inkább inaktivitásban csapódott le. 2003 első negyedében a munkanélküliség növekedése mellett enyhén nőtt a foglalkoztatási ráta is, így összességében kissé emelkedett a gazdasági aktivitás.²²

A munkanélküliség jelenlegi szintje nemzetközi összehasonlításban nem számít magasnak, a 2003. első negyedévi 6,2%-os munkanélküliségi ráta például 1,9 százalékponttal alacsonyabb az Európai Unió februári munkanélküliségi rátájánál. A munkaképes korú népesség gazdasági aktivitása viszont nagyon alacsony nálunk a nemzetközi adatokhoz képest. A jelentős részarányt képviselő inaktívak pedig az erre vonatkozó kutatások szerint nem feltétlenül tekinthetők effektív munkaerő-tartaléknak a béremelkedés mérséklése szempontjából.²³

III-4. ábra A munkanélküliségi, az inaktivitási és a foglalkoztatási ráta alakulása*



* A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

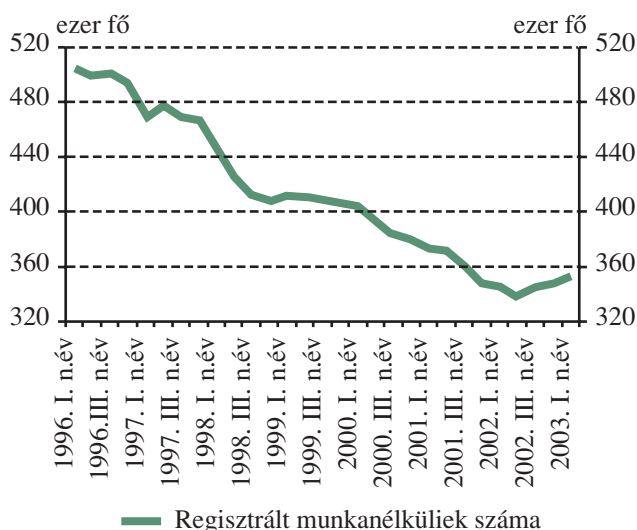
²¹ KSH: Munkaerő-felmérés alapján.

²² Ehhez az is hozzájárulhatott, hogy a nyugdíjkorhatár emelését követő átmeneti időszakra vonatkozó szabályok értelmében a nők között ebben az évben nem volt olyan korosztály, amely elérte volna az adott korosztályra érvényes nyugdíjkorhatárt.

²³ Ferenczi, B.: A hazai munkaerő-piaci folyamatok jegybanki szemszögből, MNB Füzetek 1999/5.

²⁴ Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a mutató szintje összességében nagyon alacsony, ezért érzékenyen reagál egy-egy bejelentésre.

III-5. ábra A regisztrált munkanélküliek számának alakulása*

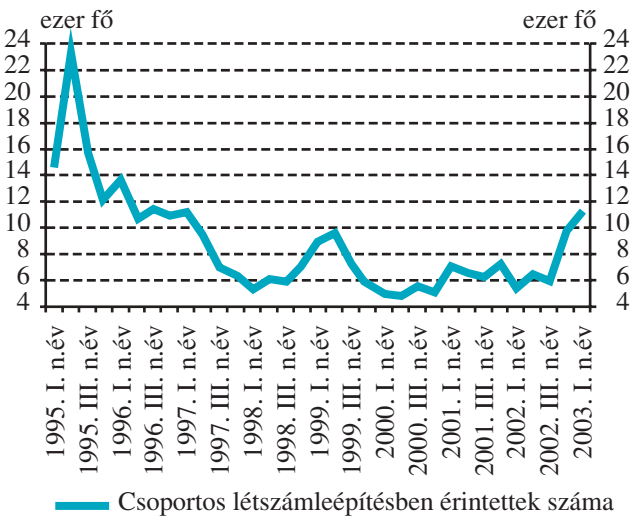


* A Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján.

2002 novemberében és 2003 februárjában a bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma jelentős növekedést mutatott. Mint azt előző Jelentésünkben is bemutattuk, valószínűsíthető, hogy a tervezett elbocsátások számának emelkedése részben a világgazdasági konjunktúralassulás késleltetett hatásának tulajdonítható, de hozzájárulhatott a termelékenység növekedését jóval meghaladó munkaköltség-növekedés, a reálfelértékelődés következtében romló versenyképesség is.²⁴

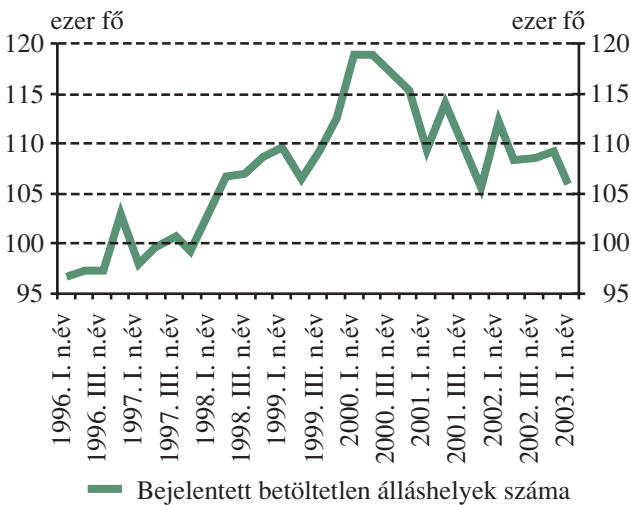
A bejelentett csoportos létszámleépítések ágazati bontása nem áll rendelkezésünkre. Anekdotikus információk ugyanakkor arra utalnak, hogy míg tavaly év végén elsősorban feldolgozóipari tevékenységeket érintettek a leépítési szándékok, addig idén év elején már bizonyos szolgáltatási területeken (pl. távközlés, pénzügy) és az energetikai szektorban is terveztek jelentősebb elbocsátásokat. Mindezzel egy időben, a hivatalosan bejelentett betöltetlen álláshelyek száma kissé mérséklődött.

III-6. ábra Bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma*



* Az adott negyedévben beérkezett bejelentésekben érintettek száma (forrás: Foglalkoztatási Hivatal).

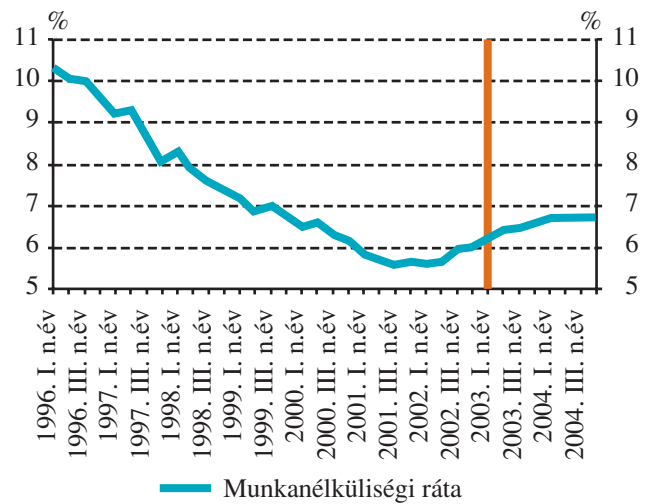
III-7. ábra A bejelentett betöltetlen álláshelyek száma*



* Az adott negyedévben beérkezett bejelentések száma (forrás: Foglalkoztatási Hivatal).

Mindezek az információk egyértelműen arra utalnak, hogy a munkapiac feszessége az utóbbi időben oldódik, ami fékezheti a bérinflációt. 2003-ban a munkanélküliség további növekedésére, majd 2004-ben inkább stagnálására számítunk, figyelembe véve a munkaerő-kereslet és a munkaerőforrás várható alakulását. Ezt követően pedig a munkapiac rugalmasságától függ majd, hogy a konjunkturális élénkülés hatására a megnövekedett ciklikus munkanélküliség felszívódik-e, illetve milyen mértékben alakulhat át tartós, strukturális munkanélküliséggé (ún. hiszterézis jelenség).

III-8. ábra A munkanélküliségi ráta várható alakulása*



* Nemzetközi módszertan (ILO) szerint.

BÉRINFLÁCIÓ

A tavalyi év második felétől arra utaló jelek mutatkoztak a versenyszektorban, hogy a vállalkozások bérezési magatartásának alacsonyabb inflációs környezethez való igazodása felgyorsult. A versenyszektor 2002. évi átlagos bérinflációja azonban így is 12,8%-ot ért el, az előző évi 14,6% után.

A 2002. évi, a termelékenység növekedését jóval meghaladó ütemű reálbér-növekedés kialakulásában jelentős szerepet játszhatott, hogy a vállalkozások inflációs várakozásai a defláció ellenére csak lassan mérséklődtek. Friss felmérések szerint az államháztartásban több lépésben végrehajtott béremelések húzóhatása egy másik jelentős oka lehetett a vállalati szektorban végrehajtott jelentős béremeléseknek.²⁵ A kutatás rávilágít, hogy a 2001. és 2002. évi jelentős minimálbér-emelések tényleges bérszintnövelő hatása döntően bizonyos ágazatokra és cégcsoportokra koncentrálódott, és hogy az intézkedések közvetett csatornákon keresztül valószínűleg még a 2003. évi béremelésekre is hatással lesznek.²⁶

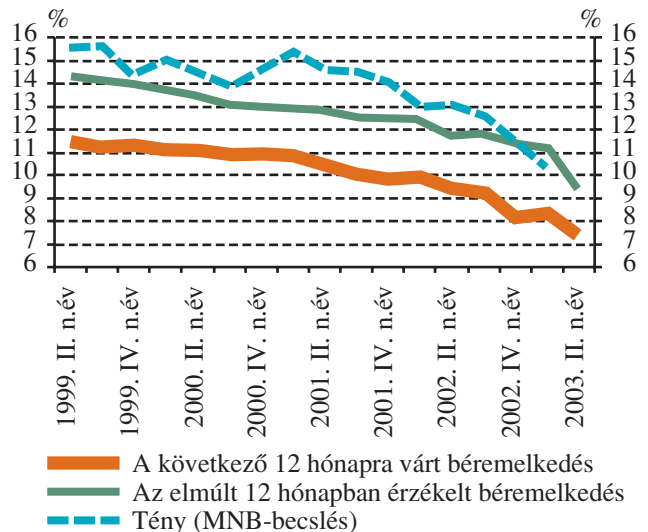
A 2003-as bérinflációra vonatkozó prognózisunk kialakításakor – az előző *Jelentéshez* hasonlóan – abból az elgondolásból indultunk ki, hogy ebben az évben erősödik a vállalkozások alacsonyabb inflációs környezethez való nominális béralkalmazkodása. Az elmúlt két évben ugyanis a munkaerőköltségek jelentős növekedése a vállalati versenyképesség romlásával járt, és ez – figyelembe véve a mérsékelt gazdasági növekedést és a deflációt – visszafoghatja a vállalkozások ideai béremelési szándékait.

A februári *Jelentésben* szereplő 7,8%-os bérprognózisunkat viszont 8,8%-ra emeltük, ami mögött azonban továbbra is a tényleges – negyedév/előző negyedév – béremelkedési ütemek erőteljes csökkenése áll. A bérinflációs előrejelzés növekedését az okozta, hogy a vártnál kevésbé lassuló bérinflációt mutató tényadatok figyelembe vételével jelenlegi prognózisunkban az előző *Jelentésben* szereplőnél kissé lassabb alacsony inflációhoz való bérezésbeli alkalmazkodással számolunk.

A bérprognózis kialakításakor azzal is számoltunk, hogy a munkapiac feszességének enyhülése, a munkanélküliség

növekedése fékezni fogja a bérek növekedését. A TÁRKI legfrissebb (áprilisi) felmérése is arra utal, hogy a vállalkozások körében a januárhoz képest csökkent a következő 12 hónapra tervezett béremelések mértéke, párhuzamosan az inflációs várakozások mérséklődésével.

III-9. ábra A vállalkozások által észlelt és várt bérnövekedés a TÁRKI felmérése alapján* (változás az előző év azonos időszakához képest)



* A 2003. I. negyedévi tényadat a februárig rendelkezésre álló KSH adatok alapján MNB becslés.

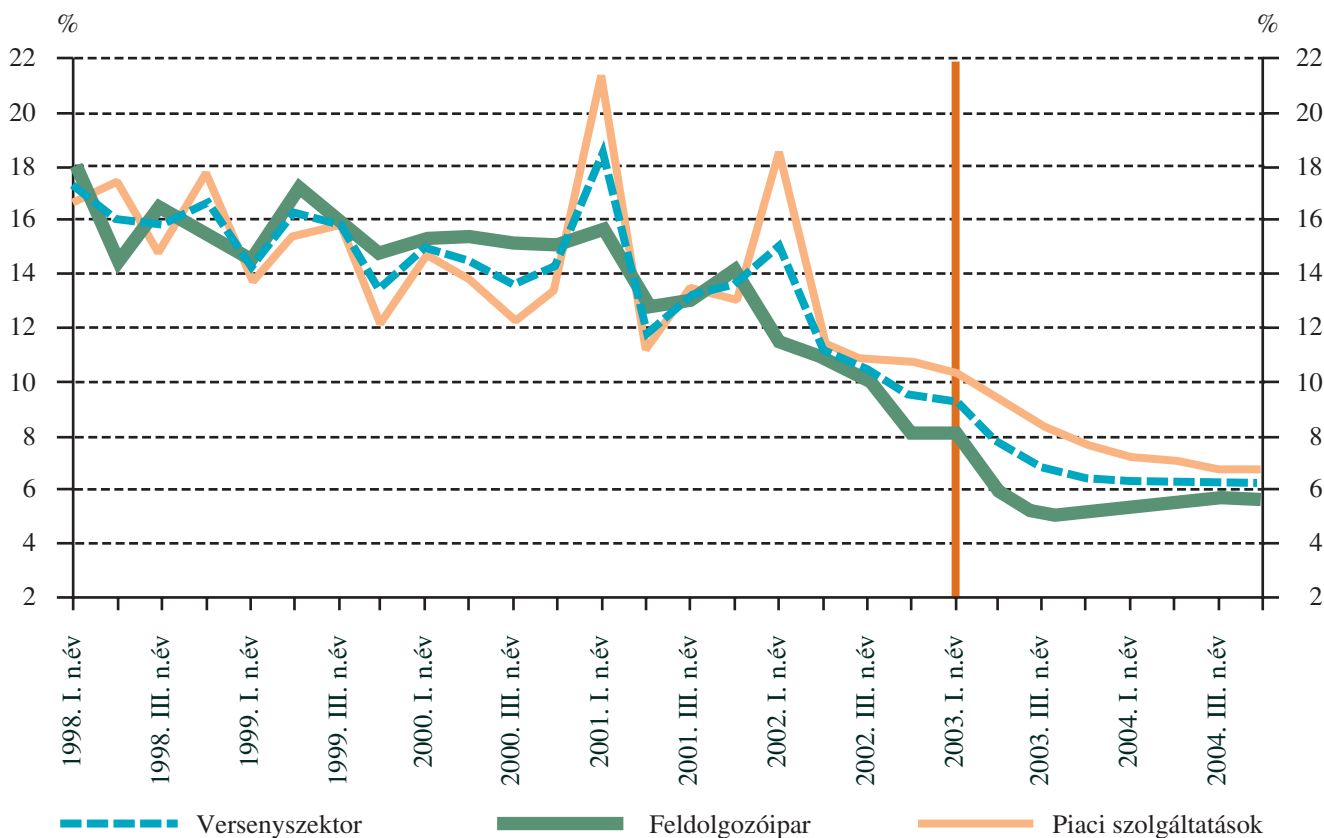
2004-re vonatkozó 5,5%-os bérinflációs előrejelzésünk az előző *Jelentésben* szereplőhöz képest számottevően, 6,5%-ra emelkedett. Ennek hátterében elsősorban a lassabb ideai bérinflációs csökkenés áll; ugyanakkor a prognózis kialakításakor hangsúlyosan figyelembe vettük a bekövetkezett reálfelértékelődés vállalati jövedelmezőségre gyakorolt negatív hatásait és a munkaerő-tartalékok várható emelkedését.

A nagyobb gazdasági szektorokat tekintve, a bérinfláció 2002 második felétől tapasztalt jelentősebb mérséklődése – várakozásainknak megfelelően – elsősorban a feldolgozóiparban következett be, ahol az export-

²⁵ Palócz, É.–Tóth, I. J.: A 2002. évi bérnövekedés összetevői és a 2003-ban várható béremelések egy vállalati felmérés tükrében, Kopint-Datorg Rt. – MKIK GVI, Budapest, 2003. február (ld. <http://www.gvi.hu/>)

²⁶ Jellemzően a közepes és nagy, magyar tulajdonban lévő, exportáló cégek munkaerőköltségeit emelte meg.

III-10. ábra A bérinflációs prognózis (évesített negyedév/előző negyedév indexek)



jövedelmezőség az elmúlt két évben számottevően mérséklődött, a gyenge külső konjunktúra, a forint árfolyamának erősödése és a reál munkaköltségek termelékenységénél gyorsabb növekedése miatt.

A feldolgozóipar 2003. évi átlagos bérinflációjára a februári *Jelentésben* adott 7% körüli előrejelzésünket csak kismértékben emeljük. Az ágazatban az előzőekben felsorolt tényezők miatt erős lehet a gazdasági kényszer a nominális béremelések visszafogására, és ez 2003-ban a bérinfláció további jelentős mérséklődésével járhat. Úgy gondoljuk, hogy a külső kereslet élénkülésének hatásai is – hasonlóan a ciklikus lassulás hatásaihoz – bizonyos késéssel jelentkezhetnek a bérezési magatartásban, így 2004-ben sem számolunk az ágazatban a bérdinamika jelentősebb növekedésével.

A piaci szolgáltatások területén egyelőre nem láthatóak a bérinfláció számottevő mérséklődésére utaló jelek. A bérinfláció stagnálása feltételezéseink szerint elsősorban az élénk fogyasztási kereslettel és az állami bérek kiugró mértékű növekedésének demonstrációs hatásai

val hozható összefüggésbe. Figyelembe véve a bérdinamikák év eleji stagnálását, a piaci szolgáltatások 2003. évi bérinflációjára vonatkozó becslésünket 1,2 százalékponttal, 10% körülire emeltük. E prognózis mögött továbbra is az a feltételezés áll, hogy az ágazatban a tényleges (negyedév/előző negyedév) bérdinamikák évközben már csökkennek, ennek üteme azonban elmarad a korábbi becslésekben szereplőtől. A piaci szolgáltatások 2004. évi beralakulására vonatkozó prognózisunk is emelkedett az előző *Jelentésben* szereplőhöz képest, részben az előző évi magasabb béremelések áthúzódó hatásai miatt.

A bérinfláció centrális előrejelzési pályáját övező bizonytalanság szimmetrikus. Az alap-előrejelzésnél magasabb bérinfláció mutatkozhat abban az esetben, ha a vállalkozások bérezési magatartásában a várakozásainknál később következik be lényeges változás, részben a még mindig viszonylag magas inflációs várakozások miatt. Az alap-előrejelzésnél alacsonyabb bérinfláció irányába mutató bizonytalanságot jelent viszont, ha a munkanélküliség a vártnál jelentősebben emelkedik.

FAJLAGOS MUNKAERŐKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG

A *versenyszféra* hazai fajlagos munkaerőköltségeinek növekedési üteme 2002 során jelentősen mérséklődött. A dinamika csökkenése mögött egyrészt a kereslet élénkülése és a termelékenység növekedése, másrészt a korábbinál lassabb ütemű béremelkedés állt. A fajlagos munkaköltségek visszafogott növekedésnek eredményeként a tavalyi év végén feltételezésünk szerint megállt a vállalati jövedelmezőség romlása.

Előrejelzésünkben 2003-ra a versenyszféra fajlagos bérköltségeinek 3,6 százalékos, 2004-ben 1,9 százalék körüli növekedésével számolunk. Ezen belül a feldolgozóipari fajlagos bérköltségek kisebb mértékben, 2003-ban 1 százalékkal, 2004-ben 0 százalék körül, a piaci szolgáltatások fajlagos bérköltségei pedig jelentősebben 6, illetve 3,6 százalékkal nőnek.

A februári *Jelentéshez* képest alacsonyabb hazai feldolgozóipari költségekkel párhuzamosan a külföldi fajlagos munkaköltségeket is mérsékeltebb szintre prognosztizáljuk az elkövetkező évekre. Így számításaink szerint a feldolgozóipari vállalatok költség alapú versenyképessége nem módosul jelentősen a korábbi prognózishoz képest. Összességében 2003-ban a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam 3,3, 2004-ben 0,7 százalék körüli leértékelődésével számolunk. Az áralapú versenyképességünk az inflációs különbség lassú mérséklődése miatt várhatóan tovább romlik majd.

Az elmúlt két évben, a feldolgozóiparban elsősorban a külső kereslet mérséklődése, a 2001 közepétől erősödő árfolyam és a magas béremelkedés együttesen csökkentette a vállalatok jövedelmezőségét. A piaci szolgáltatás szektorban, bár a fogyasztási kereslet az elmúlt időszakban erős maradt, de a minimálbér-emelés jelentős költségoldali nyomást eredményezett. A fenti okokból kifolyólag már 2001 végétől arra számítottunk, hogy megindul a vállalatok alkalmazkodása (ld. a 2001. novemberi *Jelentés*), ez azonban a vártnál lassabban következett be. Ráadásul a fajlagos munkaköltségek kiigazításának egy jelentős része a létszámleépítésen keresztül valósult meg.

2002 folyamán a fajlagos munkaköltségek növekedése mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében lassult. A *feldolgozóiparban* az ipari konjunktúra erősödése és a folytatódó létszámleépítések együttesen a termelékenység jelentős javulását eredményezték. Emellett az év második felében a bérek növekedése le-

lassult, aminek eredményeként a negyedik negyedévre feltételezésünk szerint megállt a vállalati jövedelmezőség 2000 vége óta tartó csökkenése.

A *piaci szolgáltatások* körében a termelékenység növekedése a létszám bővülésének eredményeként kisebb, mint a feldolgozóiparban, annak ellenére, hogy a fogyasztási kereslet tartósan 4 százalék körüli termelésbővítést tesz lehetővé. A bérekben ugyanakkor lassú volt az alkalmazkodás, így a fajlagos munkaköltségek emelkedésének üteme a negyedik negyedévben még mindig kétszerese volt a feldolgozóipari fajlagos munkaerőköltségek növekedésének. A vállalati jövedelmezőség ennek ellenére 2002 második felében javult, elsősorban a piaci szolgáltatás magasabb inflációja miatt.

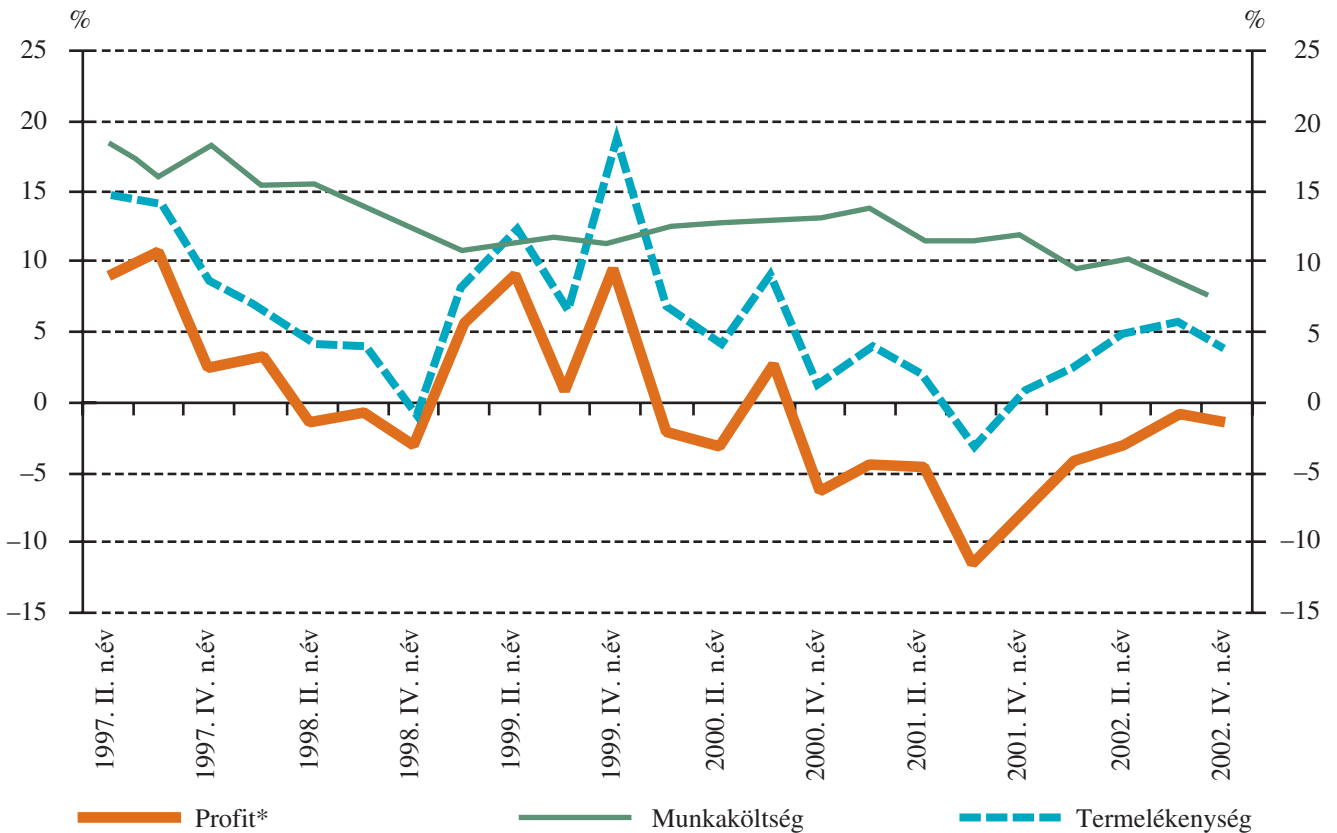
A hazai fajlagos bérköltségek előrejelzésekor azt feltételeztük, hogy a termelékenység növekedése mindkét szektorban növekszik, míg a bérköltségekre vonatkozóan mindkét szektorban további alkalmazkodással számolunk. A versenyszférában 2003-ban a fajlagos munkaköltségek 3 százalékos, 2004-ben pedig 0,7 százalék körüli növekedésével számolunk (negyedik negyedéves értékek).

A *feldolgozóipari vállalatok* külpiazi versenyképessége 2002 utolsó negyedévében költség alapon kismértékben tovább romlott. A hazai fajlagos bérköltségek mérsékelt növekedésével párhuzamosan a külföldi bérköltségek növekedése is elmaradt a várttól, így a forint effektív árfolyamának 2,7 százalékos felértékelődése a versenyképesség romlását eredményezte. Az elmúlt két esztendőben a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam összesen mintegy 16 százalékot erősödött.

A feldolgozóipari versenyképesség előrejelzésében a februári *Jelentéshez* képest nincs jelentős elmozdulás. Továbbra is a hazai fajlagos bérköltségek közel szinten maradásával és a külföldi bérköltségek növekedésével számolunk. Ennek megfelelően a versenyképességünk az elkövetkező időszakban várhatóan javulni fog, 2003-ban 3,3 százalékos, 2004-ben pedig 1 százalék körüli reálleértékelődést prognosztizálunk.

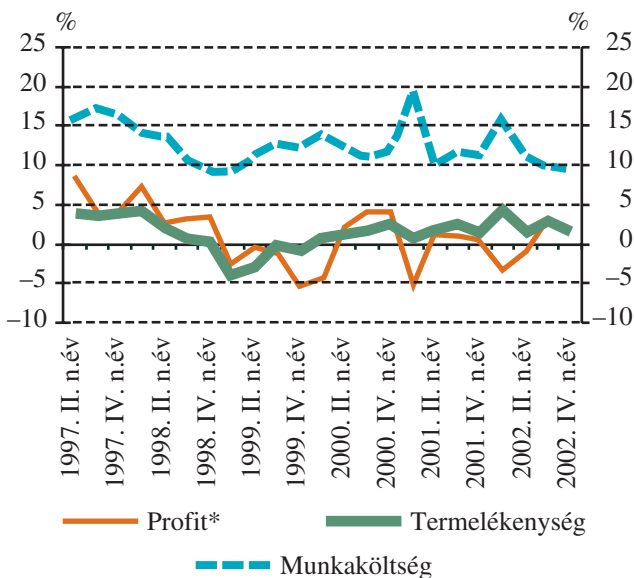
Az áralapú versenyképesség 2002 végén számottevően romlott, ami a nominál-effektív árfolyam év végi erőteljes felértékelődésének az eredménye. A sávzáselesítés óta eltelt időszakban fogyasztói ár alapon mintegy 13 százalékkal értékelődött fel a forintárfolyam.

III-11. ábra Termelékenység, bérek és profitok a feldolgozóiparban (évesített negyedév /negyedév növekedési ütemek)



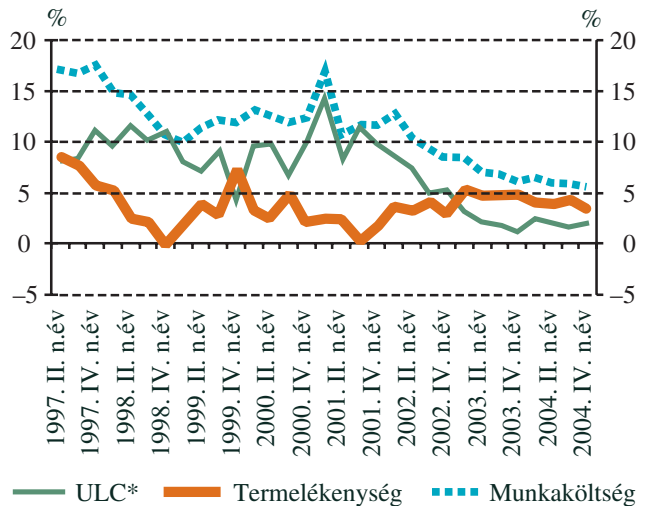
* A profitok változását a piaci szolgáltatások árindexével deflált (reál) fajlagos munkaköltség változásának inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket (pl. intermediér termékek költségei) nem tartalmazza.

III-12. ábra Termelékenység, bérek és profitok a piaci szolgáltatások körében (évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)

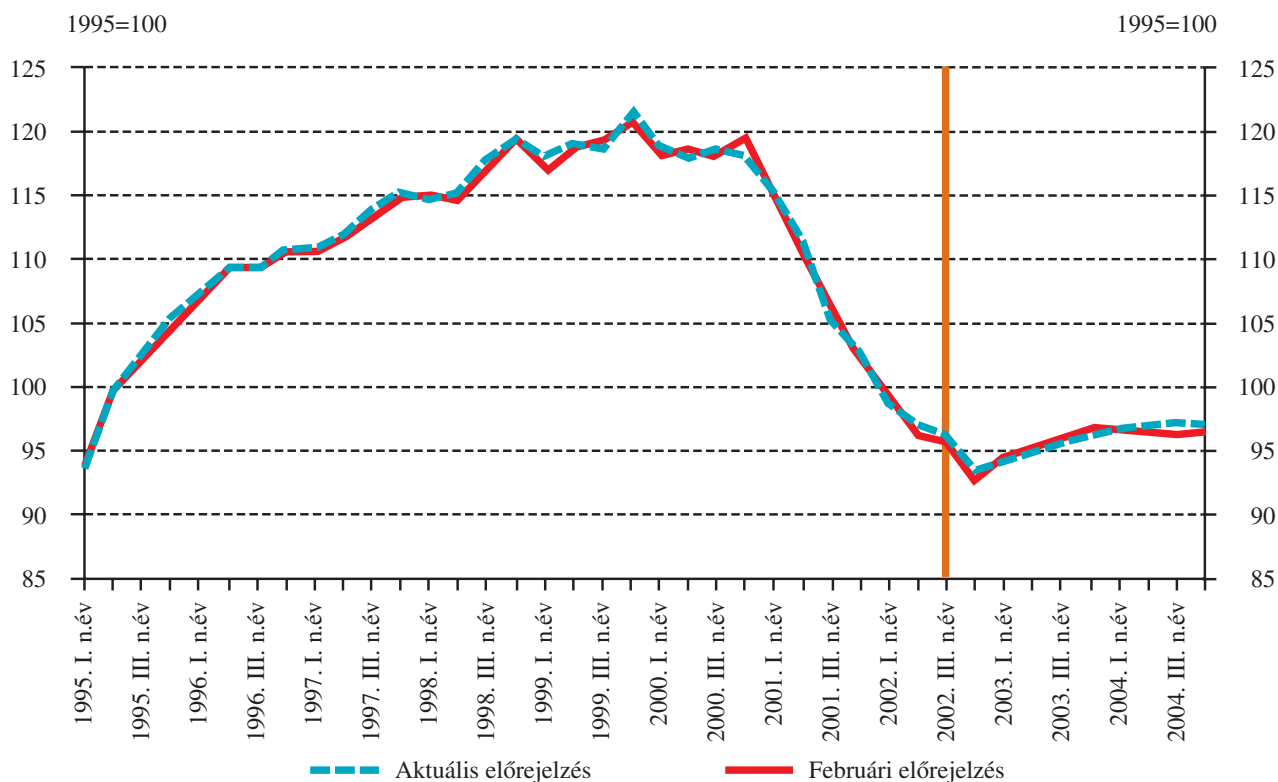


* A profitráta változását az iparcikkek árindexével deflált (reál) fajlagos munkaköltség változásának inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket (pl. intermediér termékek költségei) nem tartalmazza.

III-13. ábra Termelékenység, bérek és fajlagos munkaköltség a versenyszférában (évesített negyedév/negyedéves növekedési ütemek)

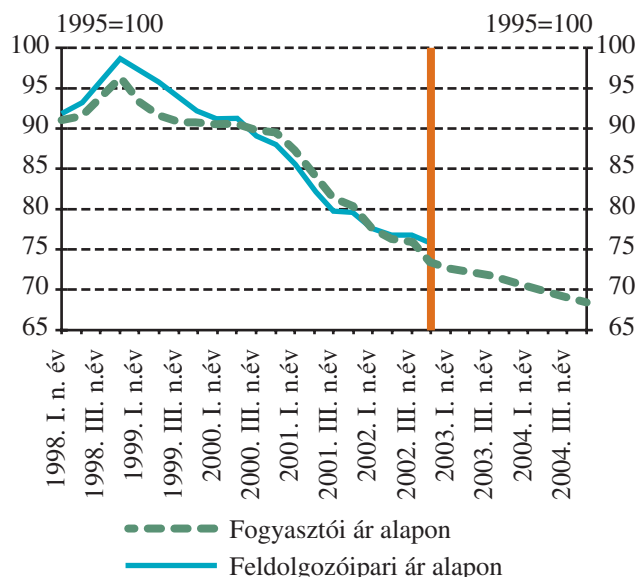


* ULC: termékegységre (hozáadott értékre) jutó munkaerőköltség nominális növekedése.

III-14. ábra Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam* (1995=100)


* Magasabb érték reál leértékelődést jelöl.

lyam. Mivel a külkereskedelemben versenyző szektor árdinamikája mérsékeltebb volt, így a feldolgozóipar árversenyképessége a nemzetgazdaságnál kisebb, 7 százalék körüli mértékben csökkent. 2003 elején a nominális árfolyam gyengülése következtében az áralapú versenyképesség nem romlott számottevően, azonban hosszú távon a lassan mérséklődő inflációs különbség eredményeként évi 3 százalékos reálfelértékelődéssel számolunk.

III-15. ábra Áralapú reáleffektív árfolyam mutatók* (1995=100)


* Magasabb érték reál leértékelődést jelöl.

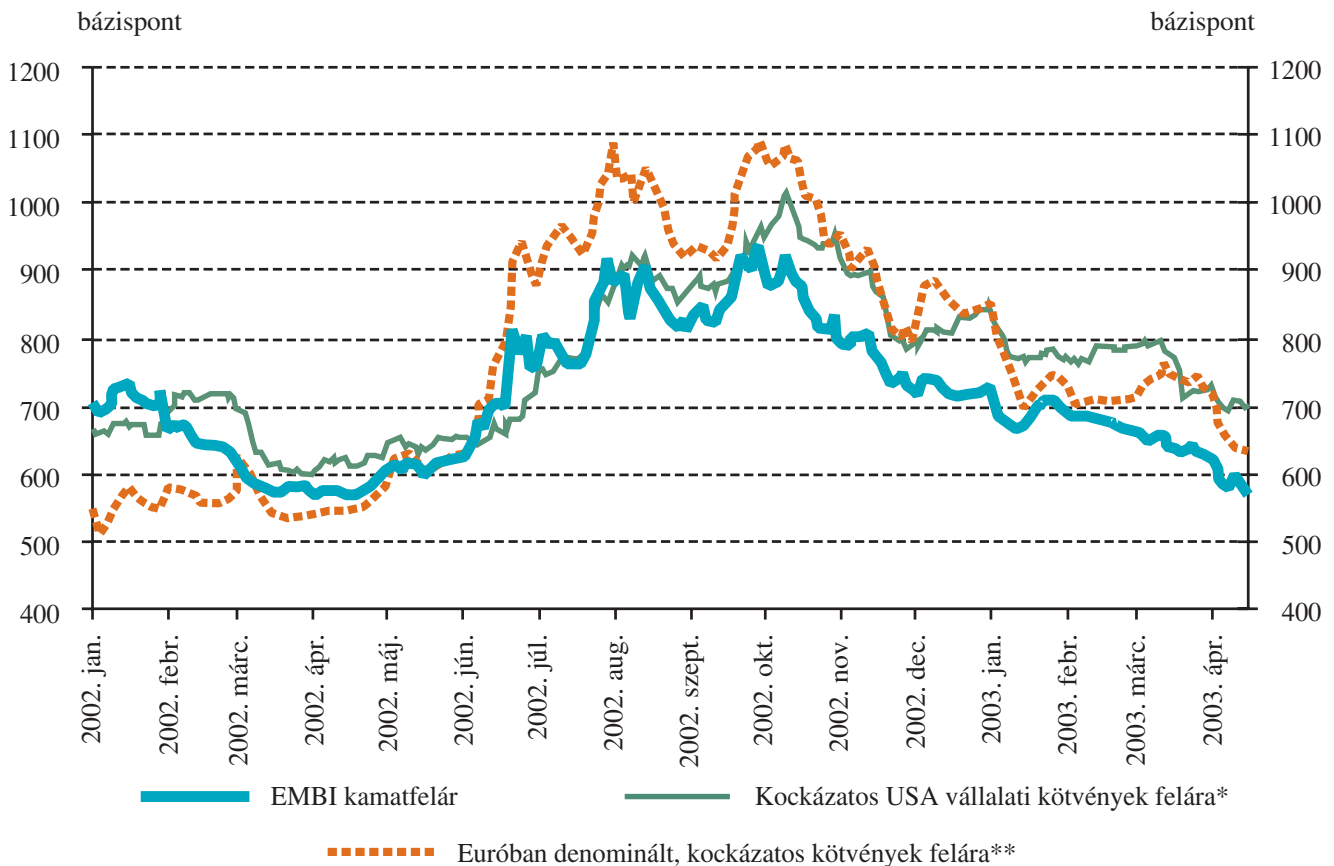
IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET ÉS KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

A Magyarországhoz hasonló kis, nyitott országokban a hazai befektetési eszközök iránti külföldi keresletet a belső makrogazdasági folyamatokon kívül komoly mértékben befolyásolják a globális gazdasági környezetben, elsősorban az alternatív befektetések hozamában és a befektetők kockázattvállalási hajlandóságban beálló változások. Ezek a változások a tőkeáramlásra gyakorolt hatásokon keresztül befolyásolják a forint árfolyamát és a hozamokat, amit a monetáris politikai döntésekkor figyelembe kell venni. Ezért minden *Jelentésünkben* igyekszünk összefoglalni a külső környezetben (elsősorban az euróhozamokban) és a kockázati megítélésben (fejlett és feltörekvő piacokra, a kelet-közép-európai régióra, illetve kimondottan Magyarországra vonatkozóan) a közelmúltban beálló és a jövőben várható változásokat.

2003 első negyedében a tavaly ősszel beindult trendnek megfelelően folytatódott a globális kockázati mutatók csökkenése. A legelterjedtebb globális „kockázati étvágó”-indikátorok közé tartozó EMBI kamatfelár a több év átlagában is alacsonynak számító 600 bázispont alá mérséklődött áprilisban, de hasonlóan csökkent a magasabb kockázati besorolású amerikai és európai kötvények felára is. Mindez azt mutatja, hogy a befektetők kockázatosabb befektetések iránti, így a feltörekvő piacokat is érintő érdeklődése töretlen volt az elmúlt időszakban. A kitartó érdeklődés háttérében elsősorban az áll, hogy a tengerentúli részvénypiacok romló teljesítménye és az alacsony amerikai és európai kamatszint más, magasabb hozamú instrumentumok felé irányította a befektetők figyelmét, de hozzájárult az

IV-1. ábra Globális kockázati mutatók



* S&P Speculative Grade Credit Spread (bp)

** MAGGIE – A JP Morgan-Chase által számolt euróban denominált állam- és vállalati kötvények, jelzáloglevelek indexe (bp)

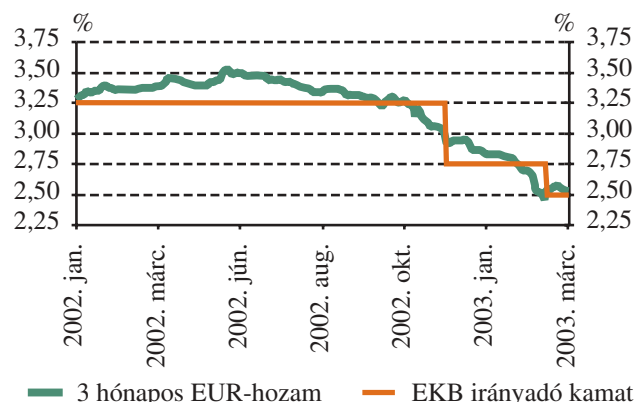
is, hogy egyes feltörekvő országok megítélése önmagában is javult (brazil pénzügyi reform, IMF-segély Törökországnak). Az iraki háborús konfliktus a korábbi piaci várakozásokkal szemben nem okozta a feltörekvő piacok kockázati megítélésének romlását, amiben szerepet játszott, hogy a növekvő olajár kedvező hatással volt néhány feltörekvő olajexportőr ország megítélésére. A háború megindulásának időpontja körüli bizonytalanság érzékelhető volt egyes indikátorokban, de amint elkezdődtek a szövetségesek hadműveletei, és napvilágra kerültek az első sikerekről szóló hírek, a háború gyors befejezését valószínűsítő befektetői várakozások következtében a mutatók tovább csökkentek.

Abban, hogy a befektetők figyelve a fejlett piacokról a feltörekvő országok felé fordult, nem kevés szerepe volt a világgazdasági konjunktúráról szóló kedvezőtlen hírek és előrejelzések sorozatának. Ezek között szerepelt az IMF áprilisi prognózisa is, amelyben például 0,5 százalékponttal lefelé módosult a világgazdaság 2003-ra vonatkozó növekedési előrejelzése. Az IMF 2004-re várja a növekedés jelentősebb gyorsulását. A 2003-as kitekintés gyakorlatilag minden fontosabb gazdasági térségről negatív képet fest: a fejlett országok mindegyikénél 0,3–1,5 százalékponttal csökkentették a növekedési prognózisokat. Az Egyesült Államoké 0,4, az euróövezeté 1,2 százalékponttal csökkent.

Ebben a környezetben az európai pénzpiacokat nem lepte meg az EKB március eleji 25 bázispontos kamatcsökkentése, a piaci szereplők már korábban beárazták a kamatlépést. A kamatcsökkentési várakozások a lassuló európai növekedésre utaló adatok napvilágra kerülését követően, február második felében erősödtek föl, de a várakozások erősödésében a gyenge makrogazdasági adatok mellett a geopolitikai bizonytalanság növekedése is szerepet játszott. A gazdaság tavalyi és 2003. év eleji gyenge teljesítménye, valamint az euró 2002-es dollárral szembeni felértékelődésének késleltetett hatásai miatt az EKB szerint nem látszik olyan fejlemény, ami komoly inflációs kockázatra utalna. A további kamatcsökkentési várakozásokat mérsékli azonban, hogy az euróövezet inflációja márciusban nem csökkent (2,4%). A jelenleg rendelkezésre álló információk²⁷ alapján a piac 2003 hátralévő részében nem számít 25 bázispontnál nagyobb kamatcsökkentésre.

A 2003. februári *Jelentés* óta eltelt időszak európai uniós csatlakozással kapcsolatos kelet-közép-európai eseményei nem gyakoroltak jelentős hatást a magyar pénzügyi piacokra. A december 12–13-i koppenhágai csúcson elfogadott határozat, amely a tíz csatlakozó országot meghívta az Európai Unióba, gyakorlatilag minden lényegesnek tekintett akadályt elhárított a 2004-es csatlakozás elől, és véget vetett a csatlakozás dátumával kapcsolatos bizonytalanságnak. Míg a határozat el-

IV-2. ábra Az EKB irányadó kamata és a rövid piaci hozam

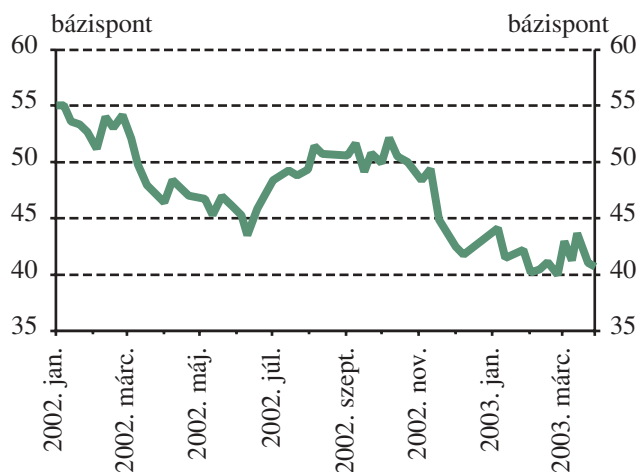


Forrás: EKB, Reuters.

fogadását követően feltehetően jelentősen javult ezen országok kockázati megítélése, a későbbi máltai, szlovéniai, illetve a magyarországi népszavazásnak már nem volt érzékelhető hatása a magyarországi hozamokra, illetve a forint árfolyamára.

A korábbi években a kelet-közép-európai régió egyes országainak politikai válságai a régió egészének kockázati megítélését negatívan befolyásolták, ezekben az időszakokban mindhárom jelentősebb valuta leértékelődött. A 2003. márciusi események alapján azonban úgy tűnik, hogy a befektetők e tekintetben a régióval szembeni viselkedése némileg megváltozott. Noha az iraki válság idején a forint szorosan együtt mozgott a korona és a zloty árfolyamával, a lengyelországi és csehországi politikai viharok hatása nem jelentkezett tartósan és átütően a forintárfolyamban.

IV-3. ábra Az euróban denominált magyar államkötvények felárának alakulása



²⁷ Három hónapos euró-kamat-futures (LIFFE-EURONEXT), és az euró-hozamgörbe.

Az előbbi elemzésünkkel összhangban a vizsgált időszakban nem módosult jelentősen a magyar állam kockázati megítélése: az euróban kibocsátott magyar államkötvények kamatfelára az előző *Jelentés* publikálása óta

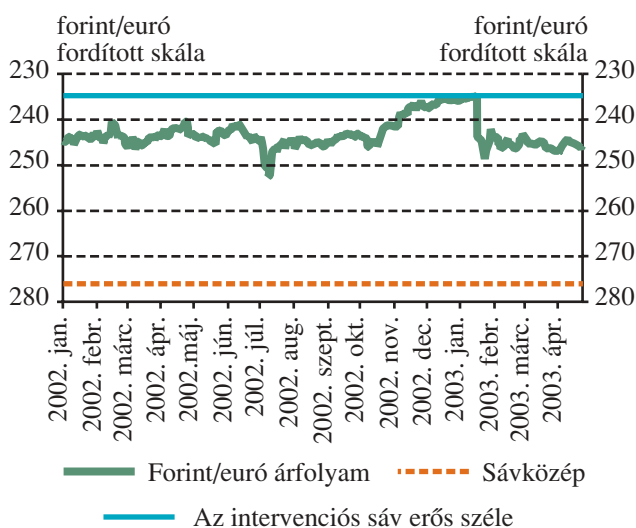
a történelmi mélypontnak tekinthető negyven bázispont közelében maradt. Ez arra utal, hogy a januári felértékelési spekuláció nem befolyásolta számottevően az országkockázatot.

A RÖVID KAMATOK ÉS AZ ÁRFOLYAM ALAKULÁSA

A január 15–16-i felértékelési spekulációt követő másfél hónapban a jegybank kamat- és árfolyampolitikája elsősorban a normális üzletmenet visszaállítását, a monetáris kondíciók stabilizálását célozta. E törekvések sikeresnek bizonyultak: a jegybank a korábbinál aktívabb devizapiaci jelenléttel elérte, hogy a spekulatív külföldi tőke jelentős része a forintárfolyam stabilitását nem veszélyeztetve távozzon a hazai bankrendszerből. Az így kialakult helyzet pedig lehetővé tette, hogy a korábbi jegybanki eszköztár helyreállításával a hozamgörbe rövid végén jelentkező, kezdődő instabilitásnak véget vessen.

A forint árfolyama február eleje óta rendkívül stabil: a 245 Ft/eurós szint körüli ± 1 százalékpontos tartományon belül mozog. Ez a volatilitás mind historikusan, mind a kelet-közép-európai régió főbb valutáinak (lengyel zloty, cseh korona) ugyanebben az időszakban megfigyelhető ingadozásával összehasonlítva alacsonynak mondható. Csak kisebb árfolyammozgásokat okoztak olyan regionális és világpolitikai események, mint a lengyel kormányválság és a zloty ezt követő jelentős gyengülése, valamint az iraki háborúval kapcsolatos hírek.

IV-4. ábra Forint/euró árfolyam



A forint megfigyelt stabilitását két tényező magyarázhatja. Az egyik ilyen fontos tényező a felértékelési spekuláció elhárítása után kialakult árfolyamszint és a 2003-as inflációs cél ellentmondásának feloldása volt. A Monetáris Tanács a februári inflációs jelentésben közzétett ál-

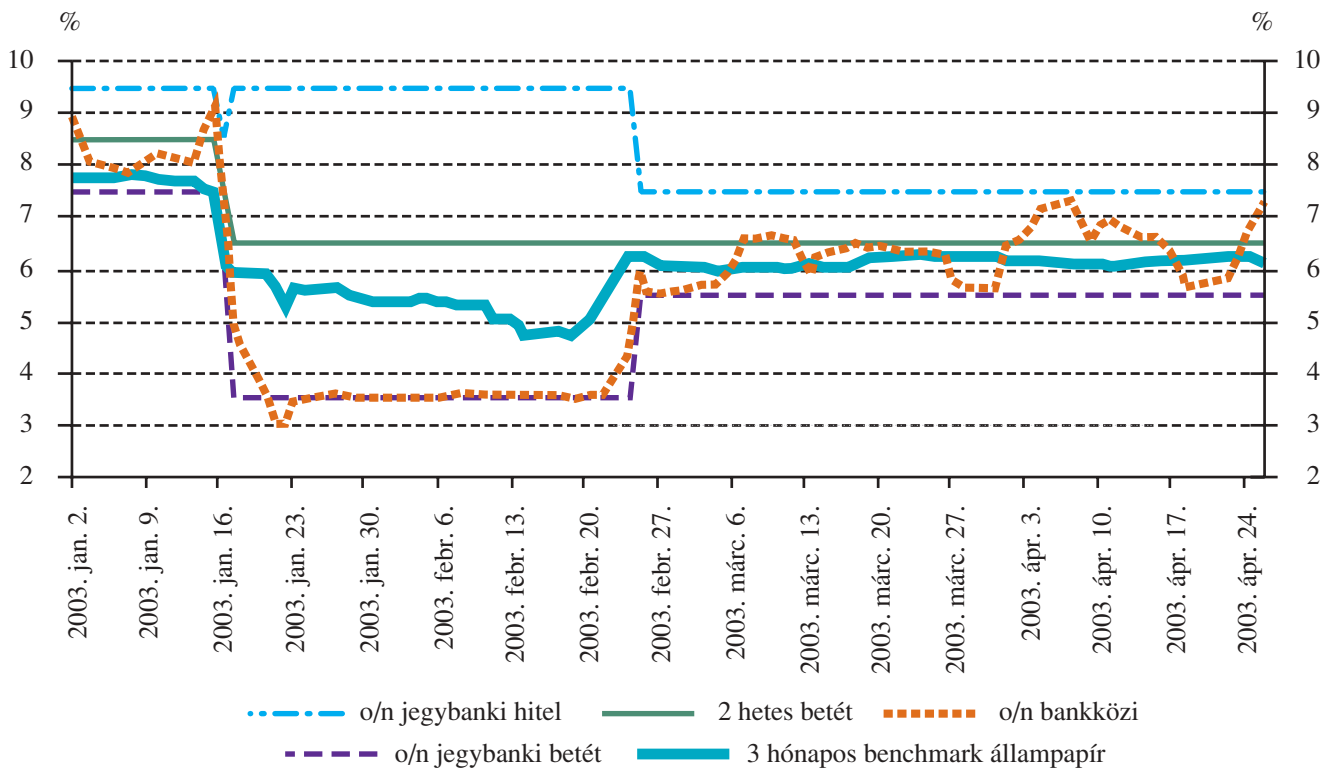
láfoglalásában megállapította, hogy az elmúlt időszak fejleményei, valamint az árfolyamsáv jelentette korlát miatt a 2003-as infláció nagy valószínűséggel a célsáv felett fog alakulni. Ugyanakkor a Monetáris Tanács kérésére 245 Ft/eurós árfolyam feltételezéssel elkészített előrejelzés 2004 végére már tolerálható, a célsávon belüli inflációt mutatott. A Monetáris Tanács későbbi közleményeiben is utalt arra, hogy ez az árfolyamszint – az egyéb kondíciókat is figyelembe véve – megfelelőnek tekinthető a 2004-es inflációs cél eléréséhez. A piac így több ízben is verbális megerősítést kapott a kialakult árfolyamszintet illetően, amit nem önmagában kívánatos szintként, hanem – miután a jegybank a 2004-es inflációs célt állította fókuszba – az inflációs célkitűzés rendszerével konzisztens szintként tudott értelmezni.

A forint stabilitását magyarázó másik fontos tényező a jegybank aktívabb devizapiaci jelenléte volt. A felértékelési spekuláció során beáramlott és jegybanki overnight betétben lecsapódott több mint ötmilliárd euró jelentős stabilitási kockázatot jelentett, az effektív kamatszint 3,5-ről 6,5%-ra való visszaállításakor (ld. alább) pedig a sterilizációs költség számottevő mértékű emelkedését okozta volna. A jegybank januárban euróaukciókkal, később egyéb piaci megoldásokkal segítette elő a külföldi tőke kiáramlását. Az MNB devizapiaci jelenléte feltehetően hozzájárult a forintárfolyam alacsony volatilitásához; a jegybanki euróeladások korlátozhatták a leértékelődés irányába történő esetleges kilengéseket.

A spekulatív tőkebeáramlásra a jegybank drasztikus kamatcsökkentéssel reagált. Az irányadó kéthetes betét hozamát a támadás két napja alatt 200 bázisponttal, 6,5%-ra csökkentette az MNB. Az effektív jegybanki kamat csökkenése ugyanakkor ennél jóval nagyobb volt, mivel a kéthetes betétre a korábbi elhelyezésekkel azonos nagyságrendű mennyiségi limit került bevezetésre, a beáramlott többletlikviditás így a továbbra is korlátlanul elérhető – de alacsonyabb hozamú – overnight betétbe tudott csak áramolni, így ez a jegybanki instrumentum vált effektívvé. A kéthetes betét hozama körüli overnight kamatfolyosó ± 1 -ről ± 3 százalékpontra történő szélesítésével azonban az ezen az instrumentumon elérhető hozam is esett: az effektív hozam így összesen 500 bázisponttal csökkent.

Ez a nagymértékű jegybanki kamatcsökkentés természetesen tükröződött a piaci rövid lejáratú hozamokban is.

IV-5. ábra Az MNB irányadó kamatai és a pénzüpi hozamok



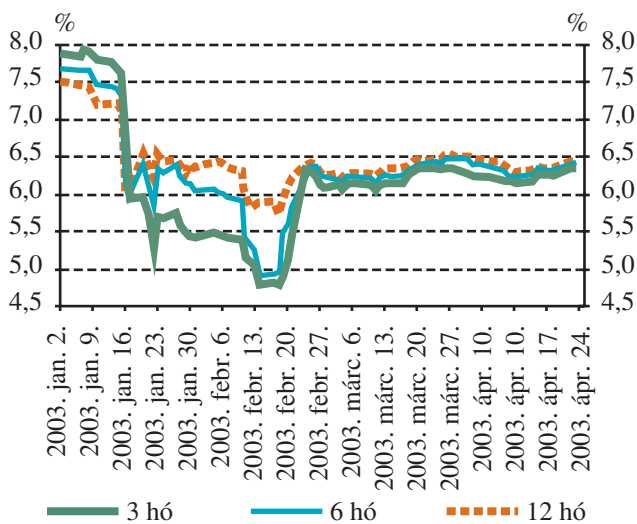
Kezdetől fogva jól látható volt azonban, hogy a piac az effektív kamat 8,5%-ról 3,5%-ra csökkenésének egy részét átmenetinek tartja és arra számít, hogy a kéthetes betételhelyezésre bevezetett mennyiségi korlátozás eltörlésével az effektív jegybanki kamat rövid időn belül újra ennek az instrumentumnak a hozamával fog megegyezni, azaz 6,5%-ra emelkedik. Ennek megfelelően a kereskedelmi bankok betéti és hitelkamatai is csak a jegybanki kéthetes betét hozamának 200 bázispontos csökkentését követték, illetve a novemberi és decemberi 50 bp-os kamatsökkentések hatása is ekkor jelent meg. Az éven belüli állampapírhozamokban ugyanez az átmenetiség tükröződött: a három hónapos hozam ugyan jelentősen esett, a 6 és 12 hónapos hozamok azonban már egy számottevően magasabb, a jegybanki eszköztár visszaállítása után várt kamatszintet jeleztek. Az, hogy a piac a kamatsökkentés egy jelentős részét átmenetinek érezte, értékes időt jelentett a jegybanknak, hogy euróeladásaival a spekulatív tőke kiáramlását a lehető legkevesebb piaci zavart okozva segítse elő.

Február közepére azonban megnőtt a bizonytalanság a jegybanki eszköztár helyreállításának várható időpontjával kapcsolatban. A bankrendszer és a pénzüpi szereplők türelme elfogyott, és a 6–12 hónapos hozamok esni kezdtek. Mivel ekkorra a külföldi spekulatív tőke jó része már elhagyta az országot, a Monetáris Tanács február 24-i ülésén úgy döntött, hogy a kéthetes betételhelyezésre korábban

bevezetett mennyiségi korlátot eltörlő, az overnight kamatfolyosó szélességét pedig visszaállítja a támadást megelőző $\pm 1\%$ -os szintre. Ezzel a lépéssel a jegybanki eszköztár felértékelési spekuláció előtti állapota helyreállt és újra a kéthetes betét 6,5%-os hozama vált irányadóvá.

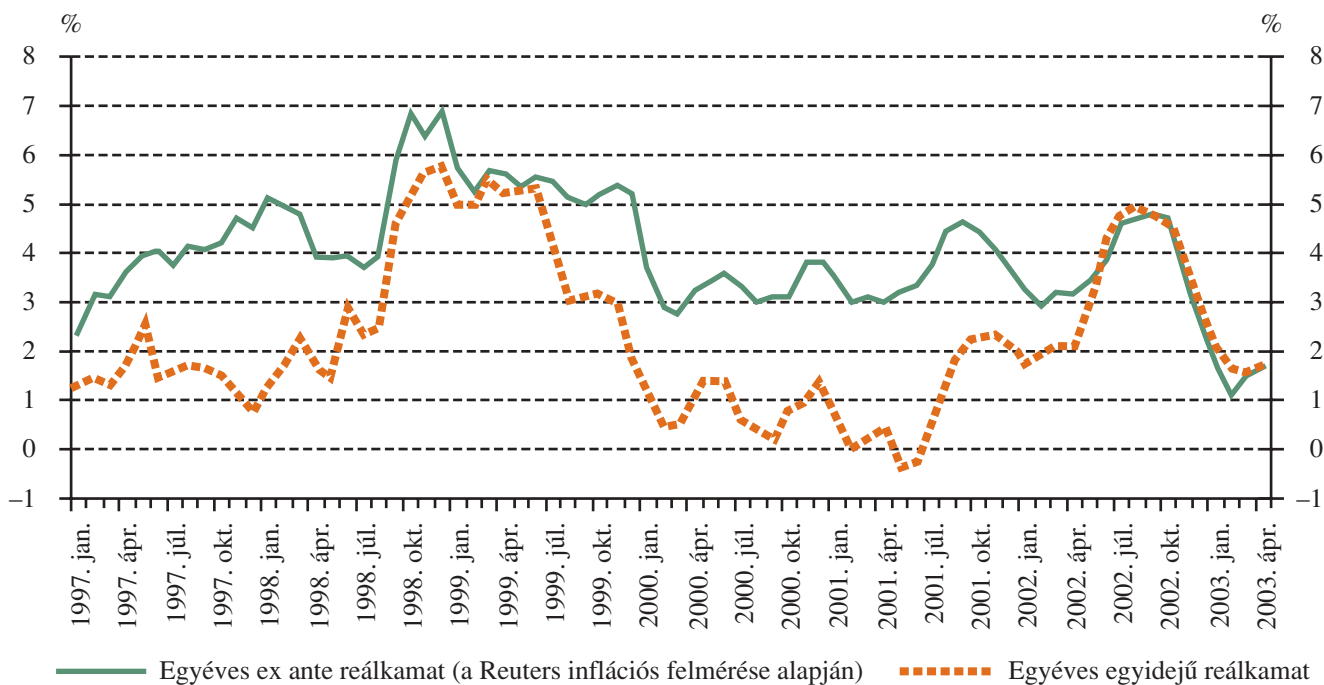
Az eszköztár helyreállításával eltűnt a jegybanki kamatpolitikával kapcsolatos bizonytalanság és az éven belüli hozamok rövid időn belül látványosan stabilizálódtak 6–6,5%-os szinten. A hozamgörbe az elmúlt években nem tapasztalt, közel vízszintes pozíciót vett fel. Ez egyben azt is jelenti, hogy a jegybanki kéthetes betét szintjében ez évre átlagosan már nem vár változást a piac, amit a Reuters legutóbbi, makroelemzők körében készített felmérése is megerősít. A stabil helyzet ugyanakkor a felértékelési spekulációt megelőző helyzethez képest jóval alacsonyabb rövid kamatszinttel jár együtt. A Reuters legfrissebb, áprilisi felméréseiben szereplő 2003-as elemzői inflációs várakozások átlagával számolva az egyéves ex ante reálkamat továbbra is alacsony, jelenleg 1,7%-os szinten áll. A közel vízszintes hozamgörbe és a 2004 végére vonatkozóan csak kevesebb, mint 1 százalékponttal alacsonyabb inflációs várakozások pedig együttesen arra utalnak, hogy a monetáris kondíciók reálkamat komponensében a piac az elkövetkező évben nem számít jelentős szigorodásra; a reálkamat a jelenlegi rendkívül alacsony szintről a várakozások szerint csak lassan fog emelkedni.

IV-6. ábra Éven belüli benchmark állampapírhozamok

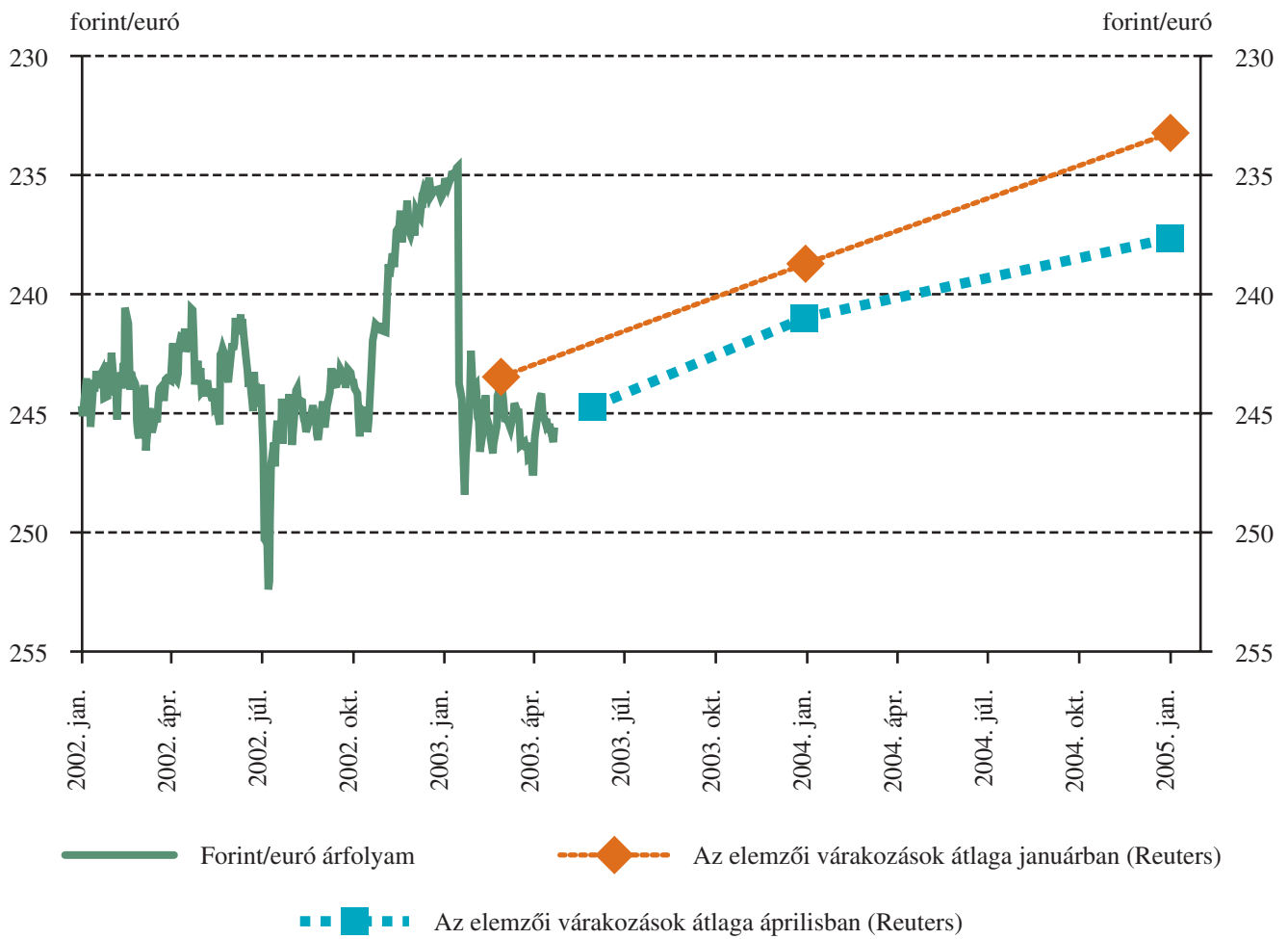


Az azonnali forintárfolyam stabil alakulása mellett figyelemreméltó jelenség a forint jövőbeli felértékelődésére vonatkozó várakozások január vége óta folyamatos jelenléte. A Reuters felmérései szerint a makroelemzők a forint felértékelési spekulációt követő gyengülése óta folyamatosan az azonnali árfolyam szintjénél erősebb, 2003 végére 240 Ft/euró körüli, 2004 végére pedig 235 Ft/euró körüli, azaz az erős sávszélt megközelítő árfolyamot vártak. Ez arra utal, hogy a piac reálárfolyam oldalról átlagosan a monetáris kondíciók szigorodására számít, bár az is látszik, hogy a jövőben várt árfolyamok a januári várakozásokhoz képest 1–1,5%-kal gyengébbek.

IV-7. ábra Egyéves reálkamatok



IV-8. ábra Forint/euró azonnali árfolyam és a piaci árfolyam-várakozások



Forrás: Reuters, MNB.

TŐKEÁRAMLÁSOK

2003 első két hónapját – a felértékelési spekuláció és visszaverése következtében – tőkeáramlás minden eddiginél szélsőségesebb kilengése jellemezte. Két nap alatt több, mint ezermilliárd forintnak megfelelő deviza áramlott a magyar devizapiacra. Miután a felértékelési spekuláció kudarcra nyilvánvalóvá vált, a tőkeáramlás irányt váltott és a spekulatív tőke egy jelentős része elhagyta az országot.

Ez a korábban nem tapasztalt mértékű kilengés a tőkeáramlásban azonban nem vezetett hasonlóan szélsőséges árfolyamingadozáshoz. Ennek oka, hogy az erős sávszélt a jegybank drasztikus kamatsökkentésével sikeresen megvédte, az ezt követő kiáramlások pedig a támadás során felhalmozott devizatartalék különböző eszközökkel történő eladásával tompította az árfolyamra gyakorolt leértékelődési nyomást.

Február végére a támadás két napja alatt a sávszélen vásárolt deviza mintegy felét adta el a jegybank. Ezen túl, a bankközi devizapiac forgalmi adatai arra utaltak, hogy a belföldi nem banki szektor, kihasználva a gyenge forintárfolyamot, határidős devizaeladásokat hajtott végre részben fedezeti, részben spekulatív céllal. Ezeket az ügyleteket a kereskedelmi bankok spot devizaeladással fedezték, amivel lehetővé tették, hogy a külföldi spekulatív tőke ne csak a jegybanki intervención keresztül távozzon. A kereskedelmi bankok külföldiekkel szemben fennálló forint kötelezettségeinek egy része ily módon belföldiekkel szembeni kötelezettséggé alakult. Mivel ezen ügyletek egy része fedezeti jellegű, úgy is lehet fogalmazni, hogy a beáramlott forró tőke egy része jegybanki intervenció nélkül is „kihúlt”.

IV-1. táblázat A forintkereslet és -kínálat devizapiaci összetevői (milliárd forint)*

	2002				2003	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	Január	Február
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-117	-176	-70	-306	-63	-101
II. Tőkemérleg	13	15	6	13	-19	-5
III. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	27	80	19	28	-9	-23
IV. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet	60	-62	26	-40	54	4
1. Vállalatok	25	-70	13	-41	36	-1
2. Háztartások	35	8	13	0	18	5
V. Nettó portfólió befektetések (1.+2.+3.)	217	11	113	350	221	-22
1. Állampapír	144	33	236	310	75	61
2. Részvény	14	-16	-25	-36	-5	-7
3. Forintbetét	59	-7	-98	76	151	-76
VI. Vállalati devizahitel (1.+2.)	-230	-182	-167	-79	47	9
1. Belföldi	45	55	70	-23	44	24
2. Külföldi	-275	-237	-237	-56	4	-15
VII. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	26	119	114	138	30	-7
VIII. Egyéb	11	125	28	152	41	37
IX. Bankok mérleg szerinti hosszú forint pozíciójának változása	-7	70	-68	-256	752	-352
X. Nettó jegybanki intervenció (I.+...+IX.)	0	0	0	0	1055	-459

* A pozitív érték forintkeresletet, a negatív forintkínálatot jelent. A folyó fizetési mérleg számítási módszertanának változása miatt a közölt számok a korábbi időszakokra is eltérnek a februári Jelentésben közöltektől.

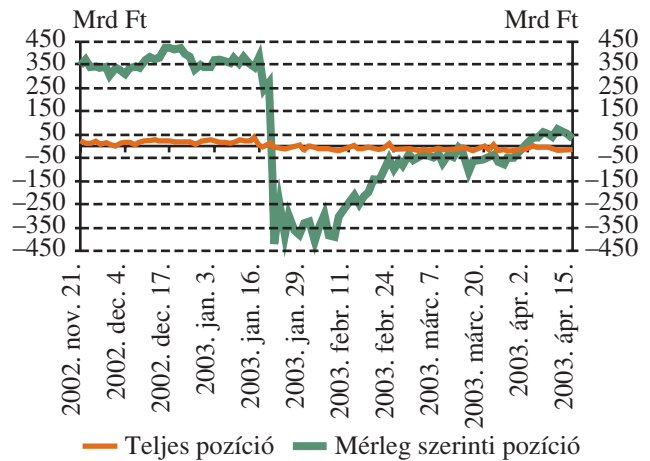
A kereskedelmi bankok mérleg szerinti devizapozíciója a felértékelési spekuláció hónapjában 750 milliárd forinttal esett, miközben a teljes – derivatív ügyleteket is tartalmazó – devizapozíció változatlanul semleges maradt. A spekulánsok csak a magyar kereskedelmi bankokon keresztül tudtak forinthez jutni. A kereskedelmi bankok nem kívántak árfolyamkockázatot felvállalni, a beáramlott devizát eladták a bankközi devizapiacra. A nagy mennyiségű deviza kínálata miatt azonban a bankok csak az MNB-től, sávszéli intervención keresztül juthattak forinthez, amelyet azonnal jegybanki betétbe helyeztek.

A spekulatív tőkebeáramlás alapvetően kétféle eszközön keresztül érkezett a magyar devizapiacra. A spekulánsok a kereskedelmi bankoknál forintra váltott devizát kisebb részben közvetlenül rövid lejáratú betétekben helyezték el, nagyobb részben viszont a spot átváltást egy swap ügylettel kiegészítve szintetikus betéteket hoztak létre a magyar bankoknál. Az előbbi eszköz nem befolyásolta a kereskedelmi bankok mérleg szerinti devizapozícióját, hiszen a megvásárolt devizát azonnal eladták az MNB-nek. A swapokon keresztüli beáramlás azonban már igen, mivel a devizaátváltás után kötött swap ügylet azonnali (forintvásárlás) lábát a kereskedelmi bankoknak a mérlegen belül, míg határidős lábát mérleg alatti tételként kell elszámolniuk. A kereskedelmi bankok mérleg szerinti forintpozíciója tehát nőtt (devizapozíciója csökkent), de nem a teljes spekulatív beáramlás összegével, csak az ebből swapokon keresztül érkező – több mint 750 milliárd forintot kitevő – összeggel. Mivel a swapok határidős lába mérleg alatti tételként elszámolásra került, a kereskedelmi bankok teljes devizapozíciója semleges maradt, azaz a felértékelési spekuláció során és azt követően sem nőtt meg az árfolyamkockázatuk.

A külföldi spekulatív tőke kiáramlásával párhuzamosan a kereskedelmi bankok zárni tudták swappozícióik jó részét. Február végére mérleg szerinti devizapozíciójuk a semleges szint közelébe került, március végétől

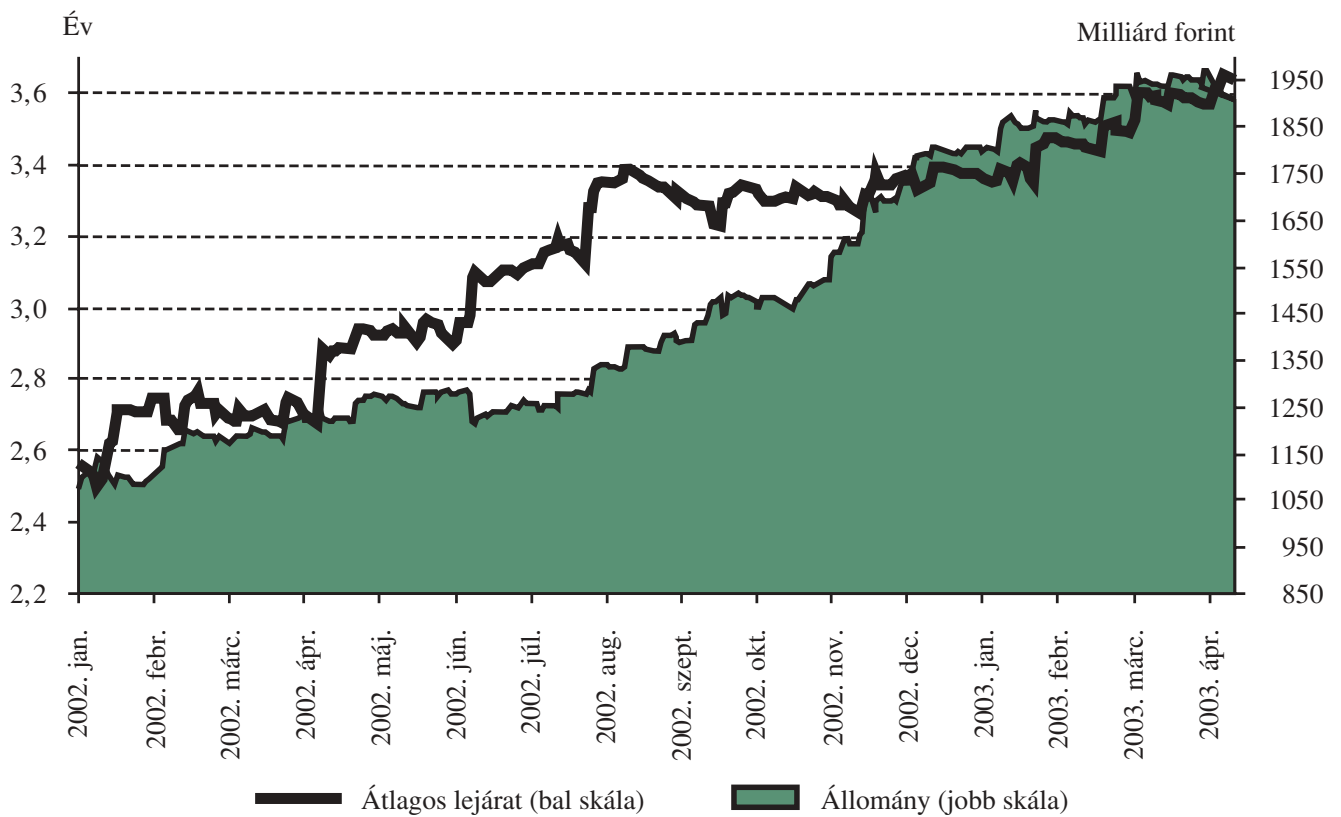
pedig újra pozitív („hosszú”) devizapozícióban vannak – hasonlóan a felértékelési spekulációt megelőző időszakhoz.

IV-9. ábra A kereskedelmi bankok mérleg szerinti és teljes nyitott pozíciói



A tőkeáramlások felértékelési spekuláció által közvetlenül nem befolyásolt tételein drámai változások nem tükröződtek. A folyó fizetési és tőkemérlegeken január-februárban némi romlás mutatkozott a tavalyi év azonos időszakához képest. A finanszírozásban ugyanebben az időszakban csökkent a közvetlen tőkebefektetések szerepe, sőt nettó kiáramlás volt megfigyelhető. Továbbra is erőteljes volt viszont a portfólió befektetéseken belül a külföldiek állampapír vásárlása, bár a beáramlás dinamikája a 2002. IV. negyedévében jellemzőtől valamelyest elmaradt, és március közepétől már nem is volt megfigyelhető számottevő nettó beáramlás. A külföldiek továbbra is a hosszú lejáratú állampapírokat részesítik előnyben: a tulajdonukban állomány átlagos hátralévő lejáratát a korábbi trendnek megfelelően nőtt, és jelenleg 3,6 év körüli értéket mutat. Ez arra utal, hogy az állampapír-vásárlások fő motívációja változatlanul az európai integrációval összefüggő, hosszabb távú kamatkonvergenciára vonatkozó várakozás.

IV-10. ábra A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárat



HOSSZÚ HOZAMOK ÉS INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

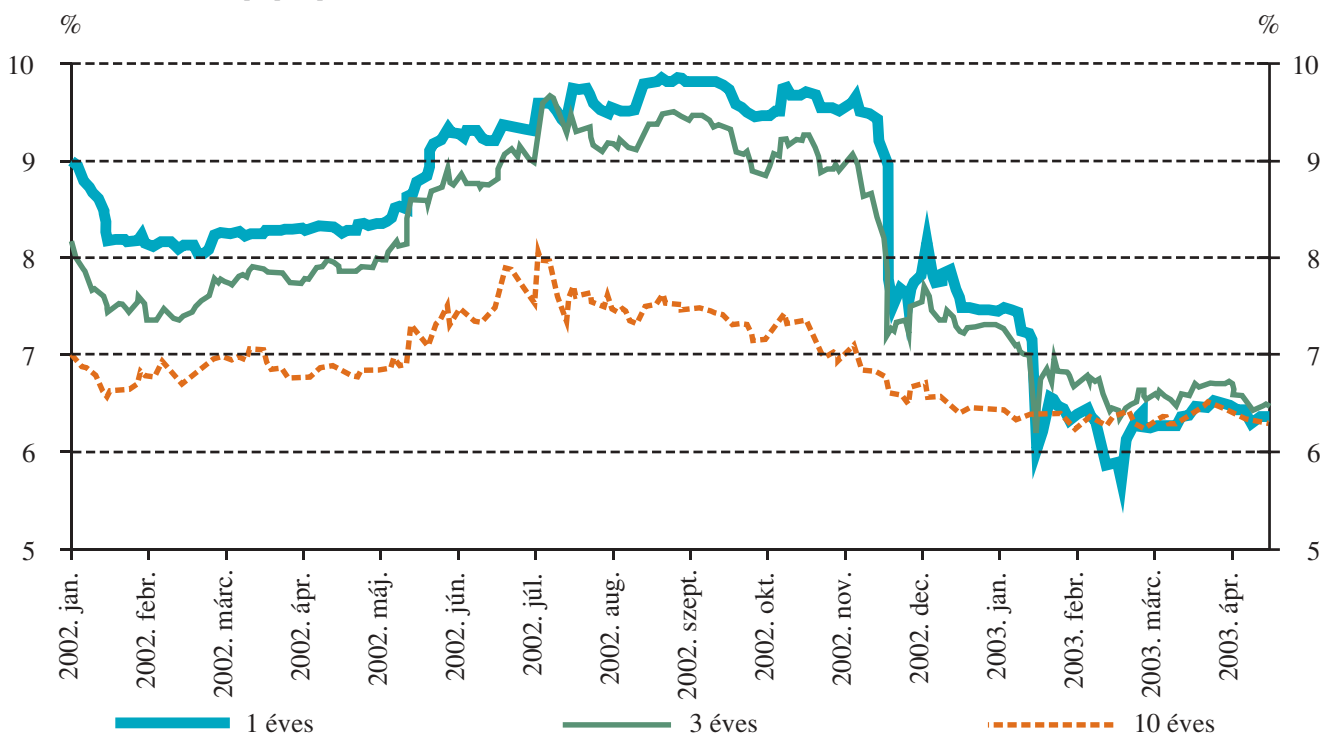
A hosszú lejáratú forint állampapírok referenciahozamai – szemben a korábbi időszakok jelentős hozammozgásaival – alig változtak 2003 februárja és áprilisa között, stabilizálódtak a január közepi felértékelési spekulációt követően kialakult hozamszintek. Február elejéhez képest a hozamgörbe középső, 3–5 éves szakasza mintegy 20–30 bázispontot süllyedt, míg a hozamgörbe hosszú végén összességében nem változtak a hozamok április közepéig. A hozamgörbe szinte teljesen vízszintessé vált, alakját jól illusztrálja, hogy a 12 hónapos és a 15 éves referenciahozamok között gyakorlatilag nincs különbség. Fontos kiemelni, hogy a hosszú hozamok – különösen a 3–5 éves szakaszon – a tavaszi hónapokban alacsonyabbak voltak, mint a januári spekulatív tőkebeáramlást megelőzően.

Az elmúlt időszakban a hozamgörbére ható ellentétes tényezők kioltották egymást, ezért nem változott érdemben a görbe alakja 2003 februárja óta. A hosszú hozamokat meghatározó tényezők közül az emelkedés irányába hatott a hosszú euróhozamok emelkedése. Az EKB márciusi kamatvágása ellenére az 1 évnél

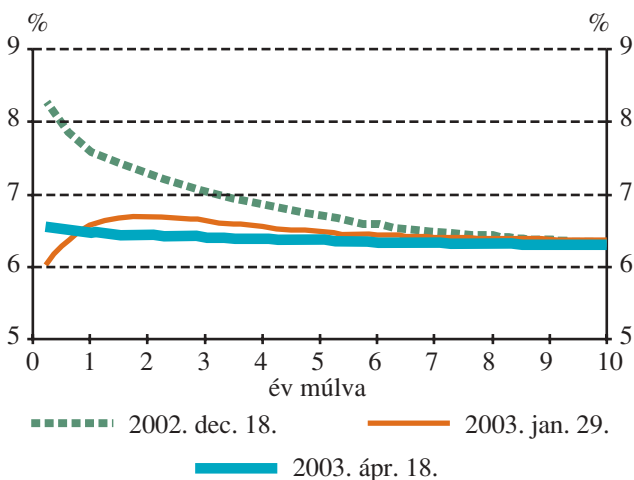
hosszabb euróhozamok 20–30 bp-tal emelkedtek az elmúlt három hónapban, így nőtt az euró-hozamgörbe meredeksége. Ezzel ellentétes hatása volt a globális kockázati felárak csökkenésének (lásd IV. fejezet, 61. oldal). Március közepén a háborús feszültség fokozatos növekedése, majd az iraki háború kitörése elsősorban a hosszú hozamok 20 bp-os emelkedését okozta, ezt hasonló mértékű korrekció követte a háború befejezésekor.

A hazai folyamatok közül a monetáris politika lépései, illetve a hosszabb távú gazdasági kilátások megváltozása lehetett hatással a hozamgörbére. A február 10-én publikált *Jelentés* a piaci szereplők megítélése szerint a spekulációt követő alacsony rövid hozamok tartósabb fennmaradását vetítette előre, ennek hatására még a hozamgörbe középső 3–5 éves szakaszán is érzékelhetően csökkentek a referenciahozamok. Ez a piaci állapot azonban csak két hétig tartott, és február 25-én – amikor a Monetáris Tanács döntött a monetáris politikai eszköztár visszaállításáról – a 3–5 éves hozamok is visszaemelkedtek a két héttel korábbi szintekre.

IV-11. ábra Állampapír-piaci referenciahozamok



IV-12. ábra Zéró-kupon hozamgörbe*

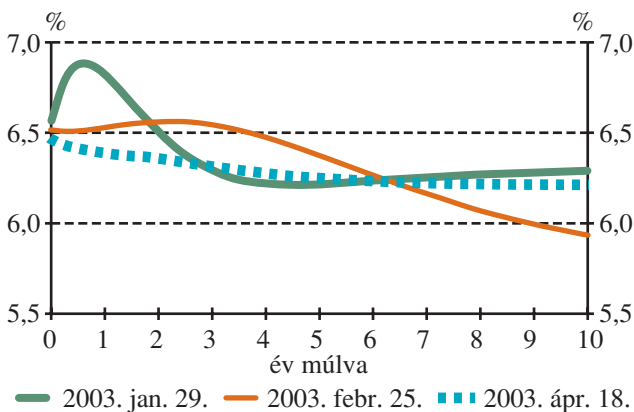


* Svensson-féle zéró-kupon becslés.

Az elmúlt hónapokban megjelent makrogazdasági adatok alapján középtávon kevésbé élénk gazdasági növekedésre számít a piac, és ezzel kevésbé szigorú jegybanki kamatpolitika áll összhangban, ami összességében a hozamok csökkenése irányába hatott.

A hosszabb futamidőkön a forint hozamgörbéből számított egyéves határidős hozamok (implikált forwardok) is csak kisebb mértékben változtak az elmúlt negyedévben. Január végéhez képest február 25-éig növekedtek a 2-7 éves szakaszon a forward hozamok, majd csökkenni kezdtek és április közepére a forward görbe is jelentősen ellaposodott.

IV-13. ábra Egyéves forint implikált* forward-hozamok

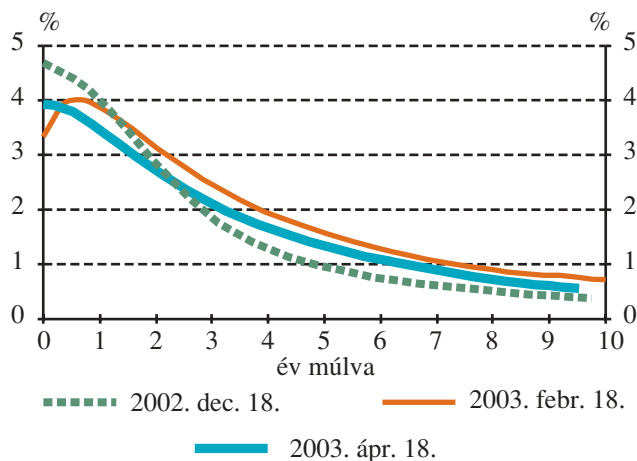


* Svensson-féle zéró-kupon becslés.

A monetáris politikai szempontból fontos információt hordozó forint és az euró forward hozamok különbsége – konstans árfolyam-várakozások mellett – azt mutatja meg, hogy különböző időpontokban mekkora kockázati felárat vár el a piac a forintbefektetések után. Februárhoz képest áprilisra csökkent ugyan a hosszabb futamidőkön a forward hozamkülönbség, mindazonal

tal azok továbbra is jóval magasabbak, mint 2002 végén. Ez arra utal, hogy az állampapírpiac szereplői borúlátóbban ítélik meg a középtávú folyamatokat, így az euró bevezetésének kilátásait is.

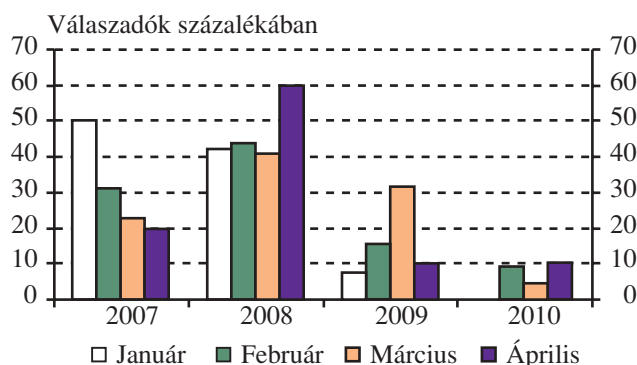
IV-14. ábra Egyéves forint-euró implikált* forwardkülönbség



* Svensson-féle zéró-kupon becslés.

A hozamgörbén túl is áll rendelkezésre információ a piaci szereplők Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) csatlakozással kapcsolatos várakozásairól. A piaci elemzők körében készített Reuters-felmérésben az elemzőktől 2003 januárja óta kérdezik meg a várható GMU-csatlakozás dátumát. Az elmúlt hónapokban az elemzők véleménye szerint egyre későbbre tolódott a GMU-csatlakozás várható időpontja, míg januárban a válaszadók fele várt 2007-es csatlakozást, márciusban és áprilisban már a 2008-as csatlakozást valószínűsítették a legtöbben, és nőtt a 2009-et említők aránya is.

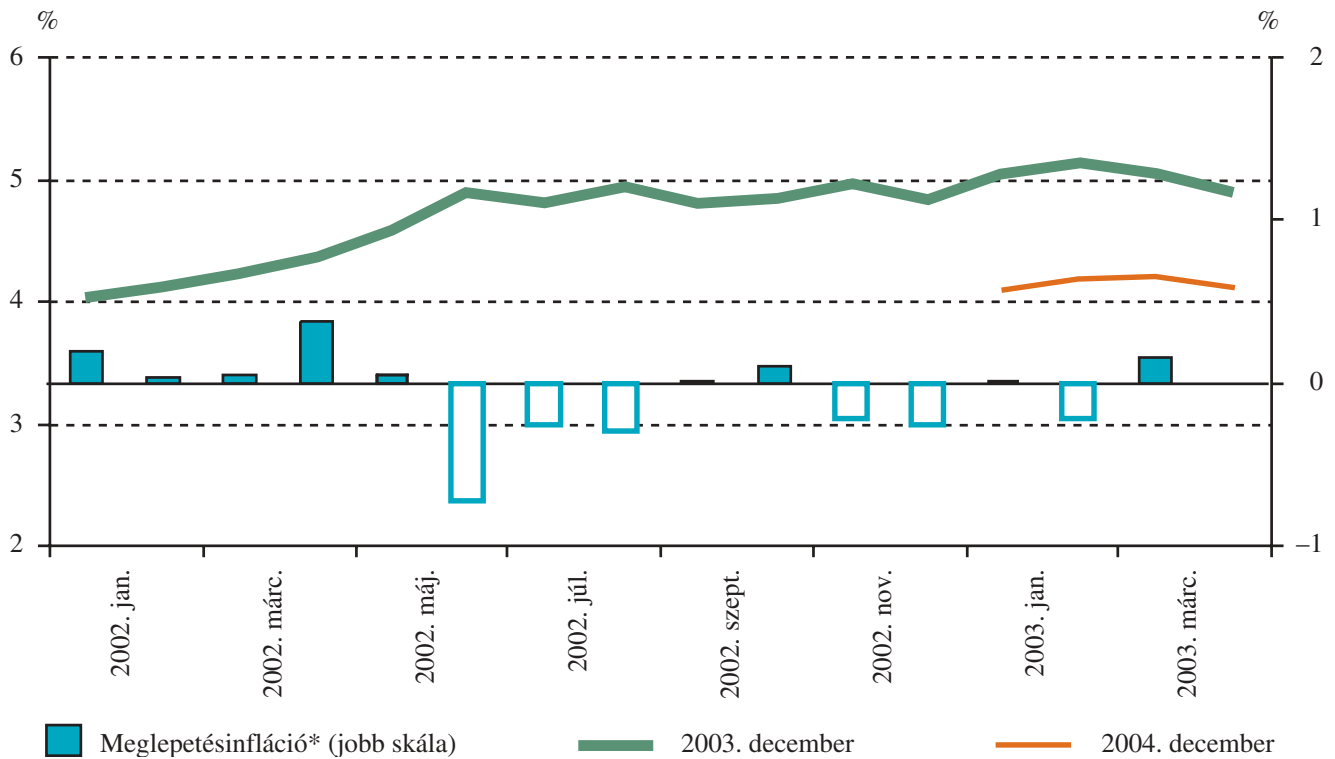
IV-15. ábra A legvalószínűbbnek tartott GMU-csatlakozási időpontok eloszlása



Forrás: Reuters.

Az inflációs várakozásokat szintén a Reuters-felmérésben lehet figyelemmel kísérni. Az elemzők az elmúlt negyedévben kismértékben javították a 2003. végi inflációs előrejelzésüket, de az továbbra is szignifikán-

IV-16. ábra Makroelemzői inflációs várakozások alakulása

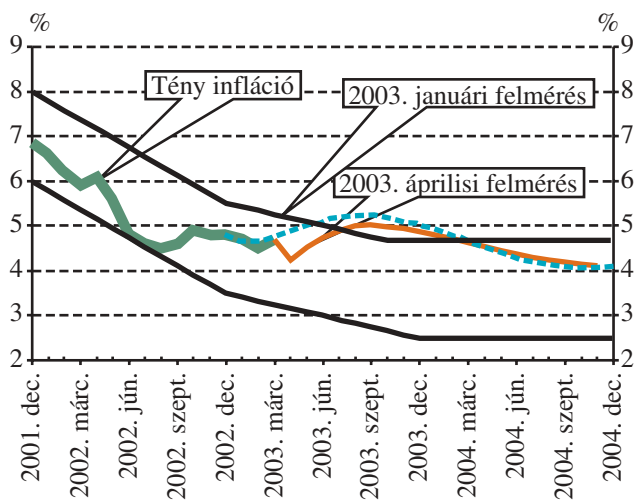


* A megkérdezés havában mért infláció eltérése a várakozások átlagától.
Forrás: Reuters.

san (40 bázisponttal) magasabb, mint az inflációs célsáv teteje. A 2004 végére várt infláció mértéke nem változott érdemben az elmúlt hónapokban (4,1–4,2%), ez az érték azt mutatja, hogy az elemzők bíznak abban, hogy a jegybank 3,5% ±1%-os inflációs célja teljesül.

A Reuters-felmérés alapján számított inflációs várakozásokban január óta változás csak 2003-ra következett be, a jövő évi inflációs pálya nem változott. Az inflációs várakozások áprilisi adatai azt mutatják, hogy a következő hónapra várt közel fél százalékpontos defláció után az infláció fokozatos emelkedését prognosztizálják a piaci elemzők. 2003 második felében 5%-os csúcstra számít a piac, ezt az infláció lassulása követi a 2004 végére várt 4,1%-ig.

IV-17. ábra Makroelemzői inflációs várakozások alakulása és a célsáv



Forrás: Reuters, MNB.

V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK

AZ EŰ-CSATLAKOZÁSSAL KAPCSOLATOS INTÉZKEDÉSEK INFLÁCIÓS HATÁSA

A 2004. májusra várható EU-csatlakozás több területen is szabályozásbeli és adóharmonizációs kötelezettségekkel jár. A jelenleg előrelátható, kötelező intézkedések várható inflációs hatását próbáljuk az alábbiakban számszerűsíteni. Megjegyezzük, hogy I. fejezetbeli inflációs prognózisunk tartalmazza ezeket a hatásokat.

Az európai uniós csatlakozásnak előreláthatólag 6-7 éves horizonton lesz tartós hatása bizonyos árakra. Elsősorban a dohánytermékek jövedéki adójára vonatkozó előírások teljesítése és a háztartási energia piaci árszintre emelése lesz hosszan tartó folyamat.

Számításaink szerint 2003-ban mintegy 0,5–0,6 százalékponttal növelik az árindexet az EU csatlakozással kapcsolatos intézkedések, 2004-ben ezt a hatást 0,2–0,5 százalékpontra tesszük.

A háztartások felé érvényesített gázár piaci alapokra helyezése a belföldi gáztermelés jövőbeni alakulásától, az importált gáz mindenkori beszerzési költségétől és az importköltségek, valamint a belföldi kitermelési költségek közti különbség mértékétől függ, mivel a háztartások részére nyújtott támogatás forrását, az ún. kompenzációs alapot a MOL a belföldi gáztermelésen keletkező bányajáradékból tölti fel. A kompenzációs alap forrásainak elapadása jelentheti a gázár ténylegesen piaci alapokra helyezését. Problémát jelent az, hogy a jelenleg alkalmazott tarifarendszer inhomogén, egy része termelői áron alapszik, más részei a piaci árakat követik, a fogyasztás mennyisége, és/vagy a fogyasztó besorolása alapján.

A *háztartási energia* normál kulcsba történő átsorolásának majdani hatása nehezen számszerűsíthető, mivel a normál kulcs mértéke változhat (csökkenhet) 2008-ig. Ma a Magyarországon alkalmazott 25%-os normál kulcs magasnak mondható az EU-tagállamok többségében alkalmazott mértékhez képest.

Az Európai Unióban nem alkalmazzák a fogyasztási adót, mint adónemet. A kávé és arany fogyasztási adójának megszüntetését prezentáló árszintcsökkentő hatását csak becsülni tudjuk.

A *dohánytermékek* jövedéki adójának növekedésénél a derogációs tárgyalásokon rögzített ütemtervet vettük alapul előrejelzésünk készítésekor. A cigaretta esetében a jelenlegi (2003. január 1-jén jellemző) viszonyok szerint 1000 szálanként az elérendő 60 euró helyett csak 29 euró, azaz 57% helyett 43,5% a jövedéki adó mértéke.

A *személygépkocsik* fogyasztási adójának megszűnését regisztrációs díj váltja fel, amelynek mértéke és feltételei egyelőre nem ismertek. A személyautók fogyasztási adómértéke 10% és 32% között változik, a műszaki paraméterek függvényében. Nem ismert, hogy a regisztrációs díj mértéke – hasonlóan a fogyasztási adó kivetésének szerkezetéhez – eltérő lesz-e a műszaki paraméterek függvényében, vagy egy általános mértékű díjtételt vezetnek be, s az új típusú díjtételt a KSH hogyan veszi majd figyelembe az árindex számításakor. Ezért a személygépkocsik fogyasztási adója eltörlésének hatását az árindexre nem számszerűsítettük.

V-1. táblázat A várható adóharmonizációs és szabályozási intézkedések inflációs hatása

Intézkedés	Időpontja	Intézkedés jellege	Hatása az éves inflációra
A 0%-os áfa-kulcs megszüntetése (gyógyszerek, tankönyvek)	2004. ápr. 30-ig	Kedvezményes kulcsba átsorolás, új kedvezményes kulcs 2004. évi bevezetése (min. 5%)	0,15–0,20
Fűtőolaj egységesen jövedéki adós termékké válik		Minimálisan 13 euró/tonna jövedéki adó kivetése a könnyű fűtőolajra	nincs
Kávé és arany fogyasztási adójának megszüntetése		Az aranyra kivetett 35%-os mértékű és a kávéra kivetett 12%-os mértékű fogyasztási adó eltörlése	(–0,15)
Bérfőzött pálinka adójának emelése		A bérfőzött pálinka adóját a normál adó 50%-ára kell emelni, ez 8,5%-os adóemelést tesz szükségessé	nincs
Háztartási gyümölcsesz kedvezményes adómértéke		Háztartásonként maximum 50 liter gyümölcs alapú szesz	nincs
Energiapiacok liberalizációja, piaci alapú árképzés bevezetése		Árampiaci liberalizáció már 2003-ban megvalósul, a gázárak részleges piaci alapokra helyezésére 2004-ben kerül sor	2003-ban 0,25 2004-ben 0,25–0,30
A személygépkocsik fogyasztási adójának megszüntetése		A fogyasztási adót regisztrációs díj váltja fel, amelynek mértéke még nem ismert	nem kvantifikálható
Az EU közös vámtarifájára való áttérés	2004. máj. 1-jétől	Az Unión kívüli piacok átlag vámszintje 1,53%; az agrárgazdasági termékeké 2% lesz	(–0,15)–(–0,20)
Háztartási energia normál kulcsba átsorolása	2008. jan. 1-jétől	Átsorolás alól, átmeneti mentesség igényelhető, tárgyalások jövőre lesznek; 2007. év végéig 12%-os áfa-kulcs szerinti adózás	nincs
Étkezési szolgáltatások normál kulcsba átsorolása		Átsorolás alól átmeneti mentességet kapott Magyarország	nincs
Cigaretta, dohány jövedéki adótartamának emelése	2008. dec. 31-ig folyamatos	A cigaretta 1000 szálankénti minimum 60 euró adótartalomra, illetve a mindenkor kiskereskedelmi ár 57%-át kitevő jövedéki adótartalomra vonatkozó EU-előírás teljesítése	2003-ban 0,30 2004-ben 0,10

A KÜLSŐ KONJUNKTÚRA ELŐREJELZÉSEINEK VÁLTOZÁSA

A magyar export iránti külföldi keresletet jelenleg 12 fő kereskedelmi partnerünk importjának alakulásával ragadjuk meg (ld. II. fejezet, 29. oldal). A külső kereslet ezen mutatójára 2001 augusztusa óta adunk explicit előrejelzést *Jelentéseinkben*. Az előrejelzés negyedéves gyakoriságú, táblázatainkban azonban más kutatóintézetek gyakorlatához igazodva az éves átlagos növekedési ütemeket közöljük. Ezáltal előrejelzéseink összehasonlíthatóvá válnak más intézetek előrejelzéseivel. Bár figyelemmel követjük piaci előrejelző intézetek prognózisait is, a mutató elsődlegesen az OECD és az IMF (újabban az Európai Bizottság) előrejelzéseivel vehető össze technikai értelemben.

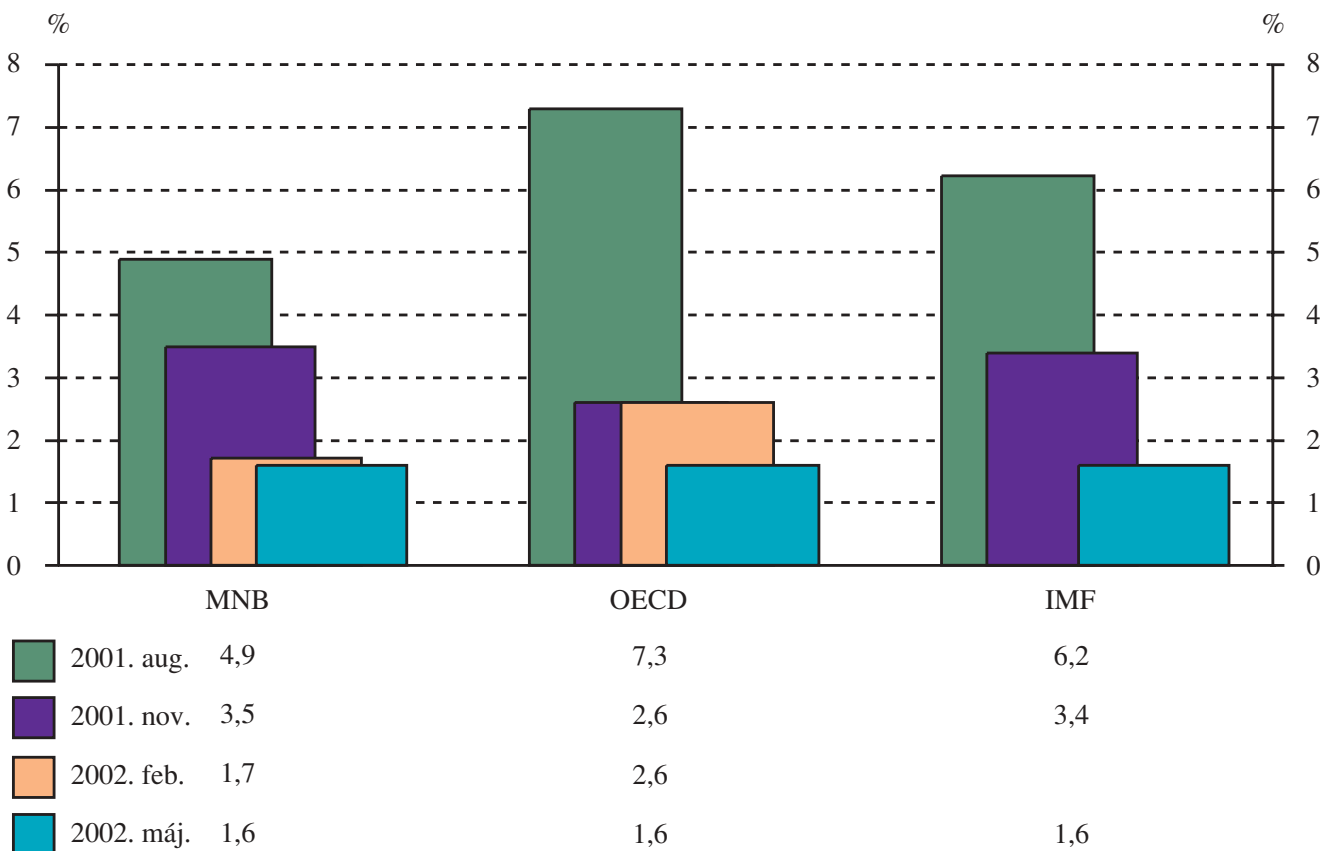
Az alábbiakban a 2001 augusztusától 2003 februárig tartó időszakot vizsgáljuk meg, amikor egy jelentős vi-

lággazdasági recesszió és az abból való kilábalás körülményei között a világgazdasági konjunktúra alakulásának felmérését komoly bizonytalanságok nehezítették.

2001 augusztusában a recesszió ténye már nyilvánvaló volt, a mélysége azonban nem. A legtöbb elemző viszonylag korai (2001. végi) fordulópontot, és azt követő gyors felívelést várt a több mint 10%-os 2000. évi növekedést követően. Az MNB a 2001. évre ekkor adott 4,9%-os bővülési előrejelzésével még így is realiztikusabb volt az OECD 7%-ot és az IMF 6%-ot meghaladó prognózisával szemben.

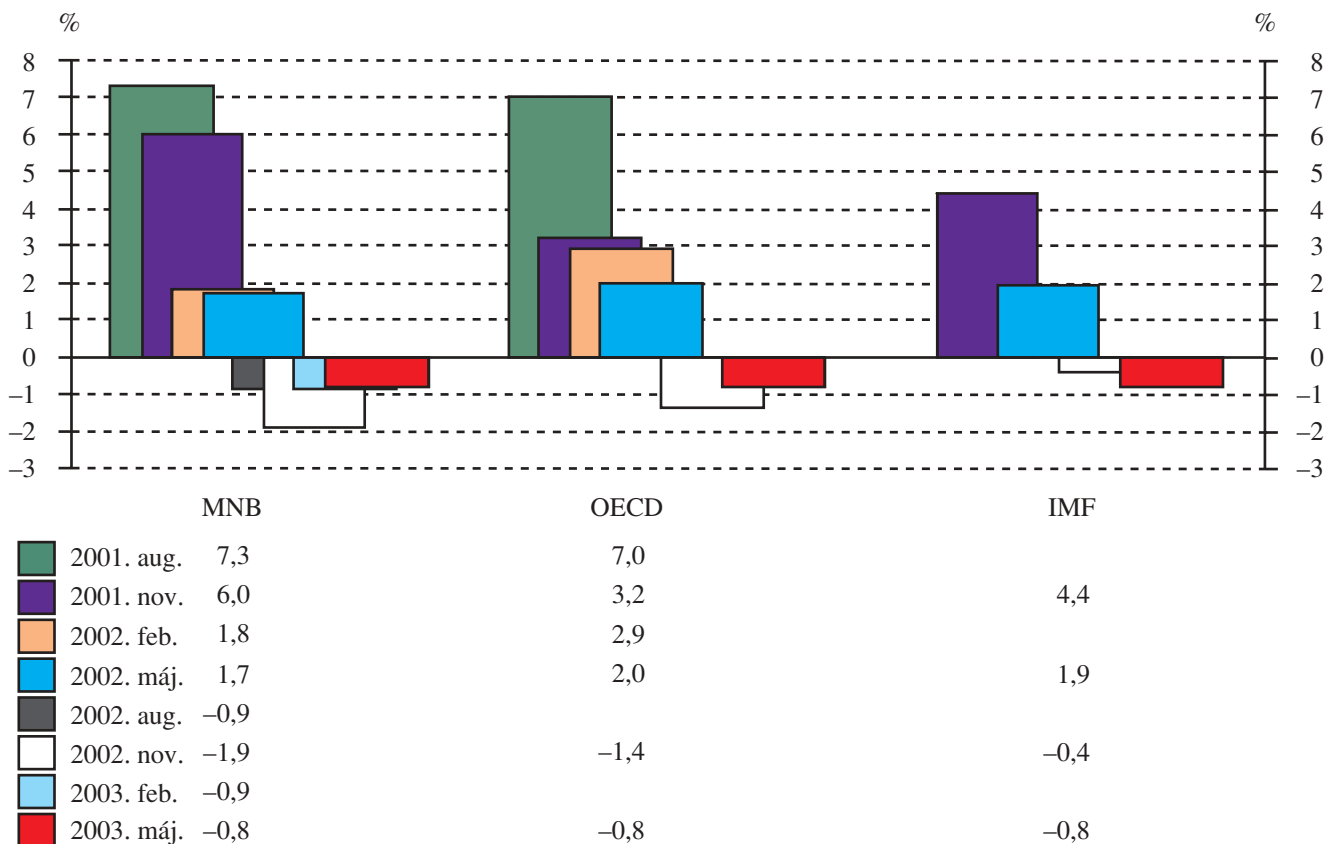
2001 novemberére már érezhető volt, hogy a recesszió mélyebb, a kilábalás lassúbb lesz az egy negyedéssel

V-1. ábra A külső kereslet 2001-es növekedésére adott prognózisok változása*



* Az MNB előrejelzései visszamenőleg megtalálhatók a kiadott *Jelentésekben*. Az OECD-től az adott időpontban legfrissebb *Economic Outlookban*, az IMF-től a *World Economic Outlookban* szereplő ország-előrejelzéseket súlyoztuk össze. Az utolsó adatsor a grafikon alatt a kialakult tényezőt tartalmazza.

V-2. ábra A külső kereslet 2002-es növekedésére adott prognózisok változása*



*Ld. az előző ábra alatti megjegyzést.

korábban vártnál: az MNB kisebb mértékben, az OECD és az IMF pedig nagyon jelentősen lefaragta a külső kereslet 2001. évi bővülésére vonatkozó előrejelzését.²⁸ 2002 elején már világossá vált, hogy 2001 végén még nem érte el a recesszió a mélypontját: ekkor prognózistunkat jelentősen leszállítottuk. Bár az OECD kiadott egy újabb Economic Outlookot, abban azonban az import-előrejelzések csak csekély mértékben változtak, míg az IMF ekkor nem jelentkezett új előrejelzéssel.

2002 májusára már kialakult a 2001-es év előzetes tényadata, amely közel állt az általunk egy negyedévvvel korábban készített prognózishoz. 2001. november időszakának kivételével tehát az MNB valamivel jobban mérte fel a visszaesés mélységét, és így bár jelentős, de valamelyest kisebb revíziókkal kellett élnünk egymást követő *Jelentéseinkben*.

2001 augusztusa egyben az első olyan időszak is volt, amikor az MNB (és az OECD) 2002-re vonatkozó prognózist is adott. Ezt még áthatotta a közeli és gyors fellendülésbe vetett bizalom. 2001 novemberében még

bízunk egy 2002-től gyorsan felívelő külső konjunktúrában, az OECD azonban a 2001-es előrejelzéséhez hasonlóan nagyot vágott 2002-es prognózisán, az IMF pedig ugyancsak viszonylag alacsony bővülést valószínűsített 2002-re vonatkozó első előrejelzésében.

2002 februárja volt az, amikor az MNB felismerte, hogy a fordulópon áttolódott 2002 elejére, amelyet a korábban várt gyors fellendülés helyett csak lassú növekedés, esetleg stagnálás követ. Így az addigi optimistából a legborúlátóbb előrejelzőkké váltunk 2% alatti bővülést tartalmazó prognózisunkkal.

2002 májusában vált ismertté 2002 első negyedévének kirívóan gyenge német importadata, ami beleillett az egy negyedévvvel korábban kialakított várakozásainkba, így előrejelzésünket csaknem változatlanul hagytuk. Az OECD és az IMF azonban jelentősen csökkentette előrejelzését. A fellendülés ellentmondásossága miatt (gyengén növekvő GDP és ipari termelés, ugyanakkor gyorsan romló üzleti bizalom és stagnáló import) azonban 2002 augusztusában majd novemberében mi is to-

²⁸ Az OECD és az IMF különösen jelentős csökkentésében azonban fontos szerepet játszott a 2001. szeptember 11-i, az Egyesült Államokat ért terrortámadás is, amely hatásainak kiértékelésére az előrejelzésük elkészítéséig viszonylag rövid idő állt rendelkezésre, így ezen hatásokat esetlegesen túlzott mértékben vették figyelembe. Mi is számoltunk ugyanis ezen cselekményeknek a recessziót elmélyítő hatásával, de lényegesen óvatosabban érvényesítettük azt előrejelzésünkben.

vábbi csökkentést hajtottunk végre 2002-re vonatkozó előrejelzésünkben.

Így 2002 novemberére már csaknem 2% körüli visszaesést prognosztizáltunk a külső keresletben, de lejjebb jöttek az OECD és az IMF előrejelzései is. Végül a német importadatok évközi revíziója 2003 februárjára azt

eredményezte, hogy feljebb emeltük a prognózist, amit aztán a mostanra kialakult tényszám visszaigazolni látszik. A 2001 augusztusa óta eltelt időszakban azonban tény, hogy az MNB jelentős mértékben revideálta a 2002. év külső keresleti növekedésére vonatkozó előrejelzéseit, melyek valamelyest meghaladták az OECD és az IMF revízióinak mértékét.

A JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI

1998. november

Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bénnövekedés és infláció	63
A nemzetközi pénzügyi válságok hatása Magyarországra	85

1999. március

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólió-átrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

1999. június

Új csoportosítás a fogyasztói árindex elemzéséhez	14
Áremelés a telefonszolgáltatásban	18
Saját termelésű készletek változásának előrejelzése	32
A közszolgálati körben az 1999-re áthúzódó tavalyi nem rendszeres kifizetések egy lehetséges korrekciója	39
Miért tér el a vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg?	44

1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztói árindex: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?	18
A tranzakciós pénzeszközök alakulása a dél-európai országokban	28
Miért használunk negyedéves adatokat a külkereskedelem értékelésénél?	37
A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra	41
Mi állhat a meglepő foglalkoztatásbővülés hátterében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

1999. december

Maginfláció: az MNB és a KSH által számított mutatók összehasonlítása	18
Saját tulajdonú lakások árindexe: szolgáltatás vagy iparcikk?	20
A bankok határidős tevékenysége	26

2000. március

Bázishatás a 12 havi árindexben – a benzinárak esete	19
A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható árintézkedések tükrében	21
A kosárváltás hatása a hazai termelők versenyképességére	51

2000. június

Hogyan mérjük az euróövezethez vett inflációs konvergenciát?	14
Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47

2000. szeptember

A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25

2000. december	
Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari áralapú reálárfolyamban	57
2001. március	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
2001. augusztus	
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
2001. november	
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
<i>A Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41
2002. február	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
2002. augusztus	
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények?	
Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euró bevezetésének gazdasági következményei.	54
2002. november	
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45
2003. február	
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok”	
– A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
2003. május	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79

Jelentés az infláció alakulásáról
2003. május

Nyomdai előkészítés: Iconos Reklámügynökség
1022 Budapest, Bogár u. 29.
Nyomdai munkák: Print-X Rt.