



MAGYAR NEMZETI BANK

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2004. AUGUSZTUS



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2004. AUGUSZTUS**

**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**  
**Felelős kiadó: Antalffy Krisztina**  
**1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.**

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

**ISSN 1419-2926 (nyomtatott)**

**ISSN 1585-020X (on-line)**

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 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 teljeskörűen az infláció várható alakulását és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, negyedévente megjelenő kiadvány mutatja be az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról.*

*Kiadványunk a 2003. novemberi számtól a korábbiaknál egyértelműbben az MNB szakértői elemzését és előrejelzését tartalmazza az infláció várható alakulásáról és a kapcsolódó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzések és az azokat övező bizonytalansági eloszlás a Közgazdasági főosztály szakértőinek véleményét tükrözik. A Közgazdasági főosztály előrejelzése továbbra is feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételezünk fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet vesszük alapul, hanem továbbra is a korábban kialakított előrejelzési szabályokat alkalmazzuk.*

*Az elemzés az MNB Közgazdasági főosztályán készült, Csermely Ágnes főosztályvezető általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Ferenczi Barnabás, a Közgazdasági főosztály főosztályvezető-helyettese irányította Csajbók Attila, a Monetáris elemzési osztály vezetőjének, Kovács Mihály András, a Konjunktúraelemzési osztály vezető-helyettesének és Jakab M. Zoltán, a Modellfejlesztési csoport vezetőjének segítségével. A publikációt Hamecz István ügyvezető igazgató hagyta jóvá.*

*A jelentés egyes részeit készítették: Gyenes Zoltán, Jakab M. Zoltán, Karádi Péter, Kátay Gábor, Kiss Gergely, Kovács Mihály András, Krekó Judit, Lovas Zsolt, Oszlay András, Pintér Klára, Pula Gábor, Rezessy András, Vadas Gábor, Virág Barnabás és Vonnák Balázs. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály és a Pénzpolitikai főosztály további munkatársai is.*

*A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól és a Monetáris Tanácstól is, amely 2004. augusztus 2-i és 16-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.*



---

# TARTALOM

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b>	<b>7</b>
<b>AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA</b>	<b>10</b>
<b>I. PÉNZÜGYI PIACOK</b>	<b>11</b>
I. 1. KÜLFÖLDI KAMATOK, KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	14
I. 2. ÁRFOLYAM	16
I. 3. HOZAMOK	18
I. 4. MONETÁRIS KONDÍCIÓK	20
<b>II. AZ INFLÁCIÓ ÉS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI 2004 KÖZEPÉIG</b>	<b>23</b>
II. 1. KONJUNKTÚRA	25
II. 2. MUNKAPIAC	31
II. 3. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	36
<b>III. INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK</b>	<b>41</b>
III. 1. ELŐREJELZÉSÜNK ÁTTEKINTÉSE	43
III. 2. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS FOLYAMAT ÉS MEGHATÁROZÓI AZ ALAPPÁLYÁBAN	45
<b>IV. AKTUÁLIS KÉRÉDÉSEK</b>	<b>51</b>
IV. 1. VÁLTOZÁS A JELENTÉS SZERKEZETÉBEN	53
IV. 2. HÁTTÉR-INFORMÁCIÓK ELŐREJELZÉSEINKHEZ	55
IV. 3. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSIHIÁNY-MUTATÓK ALAKULÁSA	61
IV. 4. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSA	65
IV. 5. TARTÓS LESZ-E A FELDOLGOZÓIPARI TERMELÉKENYSÉG GYORS NÖVEKEDÉSE?	68
IV. 6. NAPTÁRI HATÁSOK A RÉALGAZDASÁGI IDŐSOROKBAN	71
IV. 7. HOGYAN HAT A GAZDASÁGI CIKLUS AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS EGYENLEGÉRE?	75
IV. 8. AZ OLAJ VILÁGPIACIÁR-ALAKULÁSÁNAK HATÁSA A MAGYAR GAZDASÁGRA	77
IV. 9. MEKKORA LEHET AZ INFLÁCIÓ OPTIMÁLIS SZINTJE MAGYARORSZÁGON?	82
IV. 10. KAMATDÖNTÉSEK ÜTEMEZÉSE A NEMZETKÖZI JEGYBANKI GYAKORLATBAN	83
<b>A JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI</b>	<b>85</b>





## ÖSSZEFOGLALÓ

### Változások a jelentés szerkezetében

Az inflációs célkitűzéses rendszer elmúlt hároméves tapasztalatát összegezve arra a következtetésre jutottunk, hogy módosítjuk a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványunk (a továbbiakban: jelentés) szerkezetét. Új szerkezetű jelentésünk a pénzügyi folyamatok (I. fejezet) és a makrogazdasági helyzet részletes elemzése (II. fejezet) után a korábbiaknál egységesebben, egy összevont fejezetben mutatja be a várható inflációra és az azt meghatározó konjunkturális tényezőkre vonatkozó előrejelzésünket (III. fejezet). Az előrejelzés technikai részleteit, az államháztartási hiány mutatóit és a külső egyensúly várható alakulását, illetve friss kutatási eredményeinket természetesen az olvasó ezentúl is megtalálja az Aktuális kérdések között (IV. fejezet).

### A kockázati felár májusi–júniusi emelkedése nem vezetett a forint gyengüléséhez

Májusban és júniusban növekedett a forintbefektetésektől elvárt kockázati felár. Emögött elsősorban a hazai gazdasági folyamatok, különösen a külső egyensúly megítélésének romlása állt. Az amerikai kamatciklus beindulására vonatkozó várakozások, valamint az ezzel járó alacsonyabb globális kockázatvállalási hajlandóság is részben ebben az időszakban, főleg áprilisban és májusban éreztette hatását. A kockázati felár emelkedése a forint árfolyamának tartós gyengülése nélkül ment végbe, és magasabb forinthozamokban öltött testet.

### Emelkedtek a hozamok

A májusi hozamemelkedés a hozamgörbe egészét érintette, júniustól a romló kockázati megítélés elsősorban már a következő 3-4 évre vonatkozó magasabb kamatvárakozásokban jelent meg. Az irányadó kamat szintjét fenntartó monetáris politika, valamint az egyensúlyi problémákat és a szükséges óvatosságot hangsúlyozó jegybanki kommunikáció hozzájárulhatott az árfolyam viszonylagos stabilitásához és a hosszú kamatok emelkedésének megállításához is.

### Az időszak végén javult a kockázati megítélés

Július második felében némiképp javult a kockázati megítélés, amit elsősorban globális és regionális hatásoknak tulajdoníthatunk. A hozamok minden lejáraton csökkentek, a forint árfolyama erősödött. A hozamok ugyanakkor még mindig magasabbak, mint május elején voltak.

### 2004 II. negyedévében gyorsult az infláció

2004 második negyedévében a fogyasztóiár-index 7,3, míg a maginfláció 6,2 százalék volt, ami az első negyedévhez képest az infláció gyorsulását mutatja. Míg az infláció tavalyhoz viszonyított emelkedését jórészt az idei áfa- és jövedékiadó-emelés okozta, ehhez a második negyedévben egyre inkább hozzáadódott a feldolgozatlan élelmiszerek, illetve a járműüzemanyag körében keletkező magas áremelkedés hatása.

### Gyorsult a béremelkedés üteme

Általánosságban, az első félévben az inflációt befolyásoló legfontosabb kínálati oldali tényezők közül, az adóemelés mellett, a magas szintre emelkedő versenyszféribeli bérinflációt érdemes megemlíteni. Az élénk külső konjunktúra, egyes ágazatokban a termelékenység növekedése és a strukturális munkaerőhiány mind hozzájárulhatott a bérdinamika gyorsulásához. Bár a magas bérinfláció növelte a költségoldali inflációs nyomást, a magas termelékenységnövekedés és az előző évhez képest erősebb forintárfolyam ez ellen hathatott.

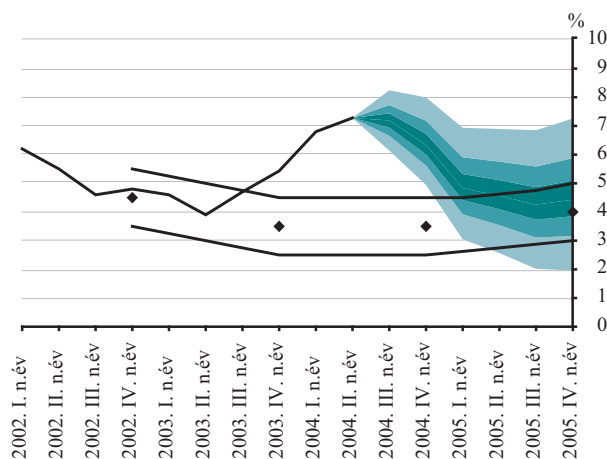
### A keresleti inflációs nyomás átmenetileg mérséklődött

A keresleti oldali folyamatok közül az idei félév elején a fogyasztás 2001–2003 közepe közötti rendkívül gyors növekedésének késleltetett inflációs hatása lehetett domináns, míg a második negyedévben ezt már ellensúlyozhatta a lassuló fogyasztás inflációmérséklő hatása.

<b>Ellentmondásos inflációs várakozások</b>	Az inflációs várakozásokra vonatkozó információink ellentmondásosak: miközben a piaci elemzők és a kutatóintézetek 2004-re és 2005-re is a korábbinál lassabb inflációcsökkenésre számítanak, addig a lakosság és a vállalatvezetők a korábbiaknál valamelyest kedvezőbbnek ítélték meg az inflációs kilátásokat.
<b>Előrejelzésünk változatlan monetáris kondíciókra épül</b>	A jelentésben bemutatott előrejelzésünk – a korábbi gyakorlatunknak megfelelően – változatlan monetáris (árfolyam- és kamat-) kondíciókkal számol. Ezzel egyidejűleg a fiskális politikánál 2005-re – rendelkezésre álló költségvetés hiányában, a kormány konvergenciaprogramja alapján – az ESA-hiány félszázalékos csökkenését tételezzük fel. Prognózisunk fő feltételezései közül érdemes még kiemelni az olajárak határidős árak alapján feltételezett fokozatos csökkenését is.
<b>Gyorsuló, majd egyenletes gazdasági növekedés</b>	A külső és belső konjunkturális folyamatok idén a gazdaság bővülésének 3,8 százalékra történő gyorsulását eredményezik. 2005-ben a növekedés 3,6 százalék körül alakul várhatóan. A növekedési ütem gyorsulását, majd enyhe lassulását döntően a nemzetgazdasági beruházások alakulásával magyarázhatjuk.
<b>Külpiacunk növekedésére számítunk</b>	Előrejelzésünkben külpiacunk dinamikus bővülésével számolunk. Ennek hazai exportra gyakorolt pozitív hatását erősítheti az elmúlt időszakban bekövetkezett feldolgozóipari termelékenység javulása is.
<b>Élénk vállalati beruházások, lassuló lakossági és állami beruházások</b>	A kedvező konjunkturális helyzet a vállalati szektort beruházásra ösztönzi, amit tovább erősít a vállalatok növekvő mértékű tőke-munka helyettesítése. A lakossági beruházások a lakástámogatási rendszer elmúlt év végén bekövetkezett változása miatt folyamatosan lassulnak, ám ennek hatása inkább az év vége felé kezd érzékelhetővé válni. Az állami beruházások pedig 2005-ben, a normatív fiskális feltevésünk alapján, mérséklődnek. Összességében a nemzetgazdasági beruházások idén dinamikusán, jövőre lassabban bővülnek majd.
<b>Kezdetben még lassuló fogyasztás</b>	A lakosság rendelkezésre álló jövedelme és fogyasztása 2004-ben viszonylag mérsékeltten bővül. Később azonban a jövedelmi helyzet fokozatos javulása a fogyasztás enyhe gyorsulásának irányába mutat. A folyamatok a háztartások nettó pénzügyi megtakarítási rátájának fokozatos emelkedését vetítik előre.
<b>Az állami szektor keresletszűkítése idén jelentős lesz</b>	Az állami szektor az aggregált keresletre az idei évben mérséklően hat, a keresletszűkítés mértéke idén a GDP másfél százalékánál is több lehet. Jövőre, a feltételezett félszázalékos ESA-hiány-csökkenésnek megfelelően, szerényebb mértékű keresletszűkítő hatással számolunk.
<b>A nettó export 2004-ben még negatív, majd pozitív lesz</b>	A belföldi kereslet, és különösen a dinamikus beruházási tevékenység importvonzata miatt azonban – a gyorsan növekvő export ellenére – a nettó export idén még enyhén negatív lesz, 2005-ben azonban már pozitívvá válhat.
<b>A munkaerő-kereslet kínálati korlátokba ütközése magas bérinflációhoz vezethet</b>	A kedvező konjunkturális feltételek várhatóan a vállalatok munkaerő-keresletére is élénkítőleg hatnak, a létszám dinamikus bővülését azonban több tényező is hátráltatja. A korábbi évek magas bérinflációja a tőke-munka helyettesítést ösztönzi, illetve bizonyos szektorokban már érzékelhető a strukturális munkaerőhiány. Ennek eredményeképp a vállalati szektor termelésnövekedése mérsékeltebb létszám-bővüléssel társul. Az állami szektorban, a feltételezett költségvetési pálya alapján a létszám mérséklődését és a bérek versenyszférájánál alacsonyabb emelkedését valószínűsítjük.
<b>2005 elejéig markáns, később lassuló dezinflációra számítunk</b>	Alappályánkban 2004 végén és 2005 elején igen markáns, míg 2005 második negyedétől kezdődően fokozatos, mérsékelt dezinflációra számítunk. Alapfeltevéseink érvényessége esetén 2004 végére 6 százalék körüli szintre, míg 2005 végére 4-5 százalék közé várjuk a fogyasztóiár-indexet.

Míg májusban legnagyobb valószínűséggel a meghirdetett célsáv közepén láttuk a 2005 végi infláció várható alakulását, jelenlegi előrejelzésünk szerint az árnövekedés mértéke legnagyobb eséllyel a célsáv felső felében helyezkedik majd el, úgy, hogy az előrejelzés körüli bizonytalanság enyhén a magasabb infláció felé mutat.

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája**



### A maginfláció idén még nem lassul érzékelhetően

Az ideai dezinflációt alapvetően a szabályozott és a feldolgozatlan élelmiszer termékkörök okozzák, a maginfláció számottevő mérséklődésére még nem számítnak.

### 2005 elején az adóemelések hatása már nem érvényesül, jövőre lassú inflációcsökkenés várható

2005 elején azonban a fogyasztóiár-index és a maginfláció is jelentős mértékben lassul majd az indirektadó-emelés bázisból való kikerülésének következtében. A bázishatásokon túl, jövőre csak fokozatos dezinflációval számolunk. Kínálati oldalon a fajlagos bérköltségek mérséklődése és az olajárak jelenlegi magas szintről történő feltételezett csökkenése az infláció lassulásának irányába mutat. Hasonlóan a dezinflációt támogatja a feldolgozatlan élelmiszerek piacán érvényesülő verseny és a szabályozott árak – feltétezésünk szerinti – átlag alatti emelkedése is.

A keresleti oldali folyamatok azonban hosszabb távon némileg lassítják a dezinflációt. Az élénk gazdasági növekedés mind a kapacitások fokozottabb kihasználtságához vezetnek. Így a kibocsátási rés emelkedése a kínálati oldali hatásoknak kismértékben ellene hat.

A fent említett hatások eredőjeként, összességében a jövő év végi inflációs előrejelzésünk a korábbi jelentéshez képest emelkedett, de egyúttal az alap-előrejelzésnél magasabb infláció felé mutató kockázatok valamelyest mérséklődtek.

## Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a III. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg;  
az előző év azonos időszakához képest, százalék, ha másképp nem jelezzük)

	2002	2003	2004	2005
	Tény/beclsés		Alappályabeli előrejelzés	
<b>Fogyasztóiár-index</b>				
December	4,8	5,7	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>
Éves átlag	5,3	4,7	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Külső kereslet (GDP-alapon)	0,8	0,6	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
Lakossági fogyasztás	9,3	6,5	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
Állóeszköz-felhalmozás	8,0	3,0	<b>11,4</b>	<b>3,9</b>
Belföldi felhasználás	5,4	5,5	<b>4,4</b>	<b>2,8</b>
Export	3,7	7,2	<b>12,2</b>	<b>9,5</b>
Import	6,2	10,3	<b>12,3</b>	<b>8,2</b>
GDP	3,5	2,9	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>				
A GDP százalékában	7,1	8,9	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>
Milliárd euróban	4,9	6,5	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>
<b>Államháztartás</b>				
ESA-hiány a GDP százalékában <sup>1</sup>	9,3	5,9	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>
Keresleti hatás <sup>2</sup>	4,2	(-0,1)	<b>(-1,7)</b>	<b>(-0,3)</b>
<b>Munkapiac</b>				
Nemzetgazdaság összesen bérinfláció <sup>3</sup>	15,8	10,9	<b>9,5</b>	<b>8,5</b>
Nemzetgazdaság összesen foglalkoztatottság <sup>4</sup>	0,0	1,2	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>
Versenyszféra bérinfláció <sup>5</sup>	12,3	8,7	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5</sup>	5,5	4,4	<b>5,9</b>	<b>4,8</b>
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>	(-0,4)	0,7	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>
Lakossági reáljövedelem <sup>6</sup>	11,8	8,1	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>

<sup>1</sup> A 2005-re adott előrejelzésünk feltételes, az Európai Bizottságnak benyújtott konvergenciaprogram alapján 0,5 százalékos GDP-arányos ESA-deficit-csökkenést feltételezünk 2004-hez képest.

<sup>2</sup> Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása, korrigálva a magán-nyugdíjpénztári befizetések változásával.

<sup>3</sup> Az államháztartásnál az általunk becsült éves átlagos bérinflációval számolunk, melyben a 2005 januárjában esedékes, 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük.

<sup>4</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

<sup>5</sup> Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

<sup>6</sup> A nettó lakossági reáljövedelmet a nettó keresettömegg és a pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítjük.

# I. PÉNZÜGYI PIACOK



Májusi jelentésünk óta összességében az állampapír-hozamok emelkedését és a forint árfolyamának a korábbi időszakokhoz képest stabilabb alakulását figyelhettük meg. Az időszak egészében ugyanakkor ellentétes tendenciák váltották egymást. Míg a május és június hónapokat a hozamok növekedése jellemezte, addig júliusban, különösen a hónap második felében kisebb hozamcsökkenés és árfolyamerősödés ment végbe. A hazai gazdasági folyamatok megítélésének romlása tartósan, a külső tényezők

ezzel szemben csak átmenetileg növelték a forintbefektetésektől elvárt többlethozamot. Az euróbevezetés tervezett időpontjának elhalasztása is vélhetően hozzájárult a hosszú hozamok emelkedéséhez. Az irányadó kamat szintjét fenntartó monetáris politika, valamint az egyensúlyi problémákat és a szükséges óvatosságot hangsúlyozó jegybanki kommunikáció szerepet játszhatott az árfolyam viszonylagos stabilitásában és a hosszú hozamok emelkedésének megállásában.

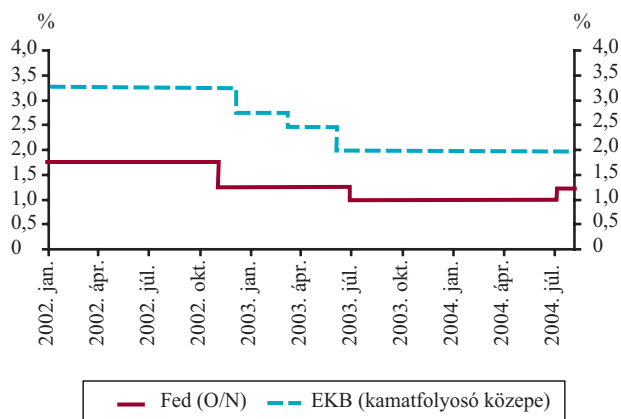
## I. 1. KÜLFÖLDI KAMATOK, KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

Az elmúlt időszakban a globális tényezők közül kiemelkedő fontosságúak voltak az USA pénzügyi piacain bekövetkezett változások, amelyek a hazai pénzügyi piacokra is jelentős hatással voltak. Az amerikai konjunktúra élénkülésével áprilistól jelentős kamatemelési várakozások alakultak ki. A befektetők a fellendülés biztos jeleként értelmezték a május 7-én publikált, vártnál kedvezőbb munkaerő-piaci adatokat. Június végén a Fed 25 bázispontos kamatemelést hajtott végre a szilárd növekedésre és a kedvező munkapiaci helyzetre hivatkozva. Ezzel megkezdődött az amerikai kamatciklus már egy ideje várt emelkedő szakasza, ami a Fed irányadó kamatára vonatkozó határidős kötésekben (Fed funds futures) is látható: az októberi lejáratra további 50 bázispontos emelést áraztak be a befektetők.

A kamatemeléssel egy időben a Fed nyilatkozatában kiemelte, hogy a továbbiakban a monetáris szigorítást megfontolt ütemben fogja végrehajtani, amivel hozzájárult a túlzottan bizonyult emelési várakozások lehűtéséhez. A vizsgált időszak elején a piac számára komoly aggodalmat jelentett egy lehetséges nagymértékű szigorítás, összhangban a gyorsan javuló konjunktúrával. Ez a feltörekvő piacokra is kedvezőtlen hatást gyakorolt volna, ám a folyamat eddig

I-1. ábra

### Fed és EKB irányadó kamatok

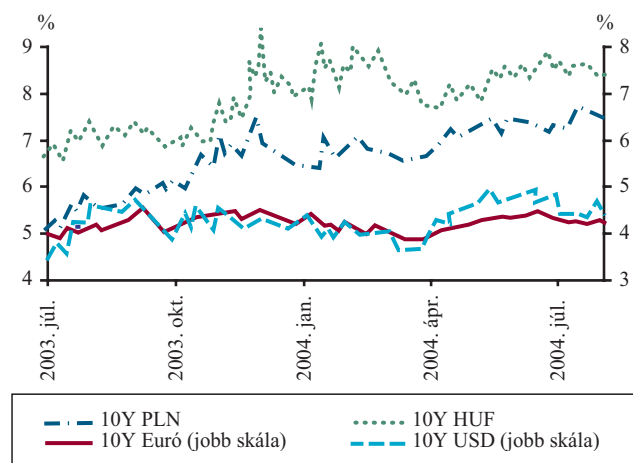


nyugodtan, zökkenőmentesen zajlott le. A kamatok jövőbeli alakulása szempontjából ugyanakkor kockázat lehet az infláció gyorsulása az USA-ban. A Fed ugyanis több alkalommal hangsúlyozta, hogy kész gyorsabb szigorításra is, amennyiben az árstabilitás veszélybe kerül.

Az euróövezetben májusról júniusra megfigyelhető volt a kamatemelés várt időpontjának kismértékű előrehozása, összhangban az amerikai eseményekkel, azonban júliusban korrekció következett be. Ebben az amerikai események mellett szerepe volt az EKB kommunikációjának is, miszerint a jelenleg érezhető inflációs nyomás az euróövezetben átmeneti, középtávon az árstabilitás nincs veszélyeztetve. A piaci várakozások szerint továbbra is az év vége felé várható szigorítás.

I-2. ábra

### Tízéves benchmarkhozamok

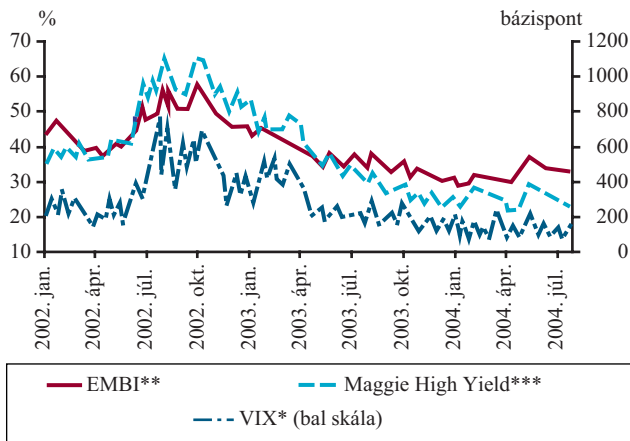


A hosszú dollárhozamok alakulása tükrözte a Fed lépéseire vonatkozó várakozásokat. A tízéves hozamok április elejétől június közepéig mintegy 100 bázisponttal emelkedtek, majd július végéig 50 bázisponttal csökkentek. A dollárhozamokat irányukban követték az euró tízéves hozamok is, ám jóval kisebb ingadozást mutattak.



I-3. ábra

## Globális kockázati mutatók



\*VIX – Az S&P 500 részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

\*\*EMBI Global Composite.

\*\*\*Maggie – A JP Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek indexe (bp).

A globális kockázati mutatók jelentős ingadozás után továbbra is igen alacsony szinten vannak. Április végén a kockázati mutatók – vélhetően az egyre erősödő amerikai kamatemelési várakozások hatására – gyors emelkedésbe kezdtek. Május közepétől azonban mind a feltörekvő országok átlagos országgokkázatát kifejező EMBI-index, mind a kockázatos, euróban denominált kötvények kamatfelárát mutató Maggie, mind pedig az amerikai S&P 500 részvényindex implikált volatilitását mutató VIX is csökkent. Bár július folyamán az amerikai konjunktúra folytatódásáról szóló hírek hatására a rövid dollárhozamok emelkedtek, ez a globális kockázattalálási hajlandóságot nem befolyásolta. Historikus összehasonlításban mindhárom mutató alacsony szinten áll, a jövőben továbbra is lehet számítani arra, hogy a fejlett országbeli kamatok emelkedésével csökkenhet a „globális kockázati étvág”. Ez a feltörekvő piaci eszközök iránti kereslet csökkenésével, a kamatfelárak emelkedésével és az árfolyam gyengülésével járhat együtt.

A régió számos országában javult a kockázati megítélés május eleje óta, ami a lengyel, a cseh és a szlovák valuták jelentős erősödésében is megmutatkozott. A regionális tényezők közül kedvező változást jelentett, hogy Lengyelországban megalakult az új kormány. A korábbi időszak politikai bizonytalanságai

ezzel lecsillapodtak, és az ország kockázati megítélése jelentősen javult, ami látszódott a lengyel hozamokban és a zloty árfolyamában is. Piaci kommentárok szerint a forint július végi erősödésében a zlotynak is szerepe lehetett. Csehországban a kormányfő július eleji lemondásával nőtt a politikai bizonytalanság, ám ezt csökkentette az új kormány hivatalba lépése augusztusban. A csehországi események azonban nem voltak jelentős hatással a magyar piacra. A cseh és a lengyel valuták erősödéséhez hozzájárulhatott, hogy mindkét országban emelkedő szakaszába került a kamatciklus.

A forinteszközök kockázati megítélésére a globális fejlemények mellett országspecifikus tényezők is hatással voltak. A hazai fundamentumok piaci megítélése némileg romlott a legutóbbi jelentésünk óta, aminek háttérben a gazdasági folyamatok középtávú fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok felerősödése állhatott. Bár a folyó fizetési mérleg kiugróan magas áprilisi hiányát a befektetők az EU-csatlakozással összefüggő egyszeri hatásként értékelték, a középtávú fenntarthatósággal kapcsolatos bizonytalanságok növekedését jelzi, hogy májustól a Reuters elemzői konszenzusa folyamatosan emelkedő hiányt mutat mind az idei, mind pedig a jövő évre vonatkozóan. A vártnál lényegesen rosszabb májusi inflációs adat nyomán a makroelemzők inflációs várakozásai is romlottak. A fiskális kilátások megítélésére nem javult a vizsgált időszakban, a befektetők továbbra is jelentős bizonytalansági tényezőként tartják számon a fiskális pályát. A Fitch nemzetközi hitelminősítő intézet bejelentette, hogy a magyar adósságminősítés szempontjából kulcsfontosságú a fiskális pálya idei és jövő évi alakulása.

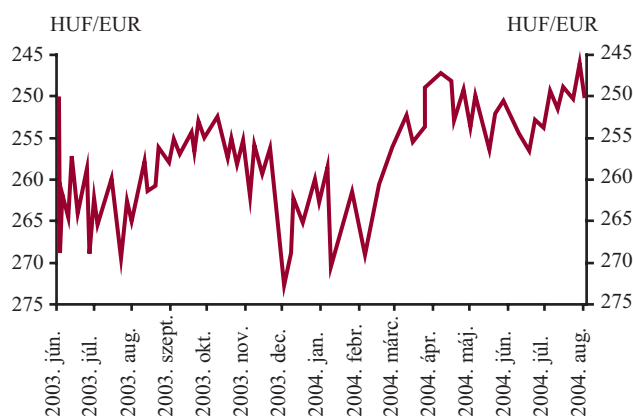
Ugyanakkor az országgokkázatot tükröző eurókötvény-felárak esetében tovább folytatódott az év eleje óta megfigyelhető lassú csökkenés Magyarországon és Lengyelországban. Ennek háttérben egyrészt külső okok állhatnak, mivel május óta csökkenést mutatott a kockázatos, euróban denominált kötvények kamatfelárát jelző Maggie-index is. Másrészt tavaly november óta egyes lengyel és magyar eurókötvényekkel a londoni NewEuroMTS nevű rendszerben is kereskednek, aminek köszönhetően csökkenhetett e papírok likviditási prémiuma. Emellett nem lehet kizárni az EU-csatlakozás kedvező hatását sem. A csökkenés mértéke azonban csak 5-10 bázispont az utolsó három hónapban, vagyis a hazai valutában denominált állampapírok hozamára valószínűleg nem gyakorolt érzékelhető hatást.

## I. 2. ÁRFOLYAM

A forint euróval szembeni árfolyama április közepe óta – kisebb ingadozásoktól eltekintve – viszonylag stabilan alakult. A február eleje és április eleje között végben ment felértékelődési trend, melynek során 8 százalékos erősödött a forint, megtört, és azóta viszonylag szűk sávban mozog az árfolyam. Az áprilisban, májusban, júniusban publikált hazai fizetésimérleg adatok, a júniusban publikált inflációs adat, valamint az amerikai kamatemelési ciklus vártnál gyorsabb megkezdődésére vonatkozó félelmek felerősödése nyomán is csak átmenetileg gyengült az árfolyam 255–256 HUF/EUR alá.

I-4. ábra

## A forint árfolyama az euróval szemben



Április óta a régió valutái közül a zloty és a cseh korona jelentősebb mértékben erősödött, aminek elsősorban országspecifikus okai lehetnek.<sup>1</sup> A forint július végi erősödése párhuzamosan ment végbe a lengyel valuta euróval szembeni felértékelődésével, és összefüggésben állhatott a dollár hasonló irányú mozgásával is.

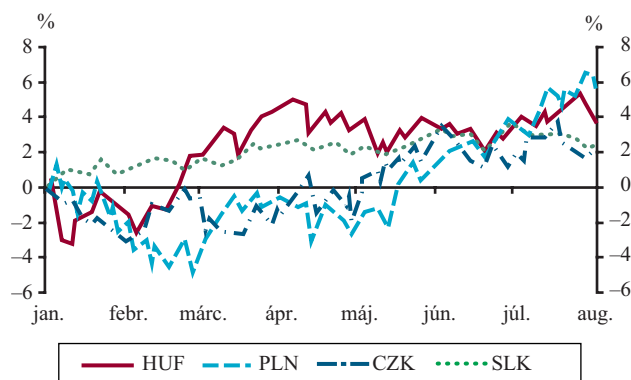
Az árfolyam-várakozások alakulásáról a Reuters rendszeres havi felméréséből, a forintpiacon aktív befektetési bankok elemzéseiből, valamint derivatív termékek áraiból nyerhetünk képet. A Reuters felmérése alapján úgy tűnik, hogy a 2005 végére vonatkozó várakozások nem változtak számottevően január és július között. Ez azt jelenti, hogy a jellemzően 255

HUF/EUR közelében elhelyezkedő elemzői átlag nem reagált a spot árfolyam mozgásaira.

I-5. ábra

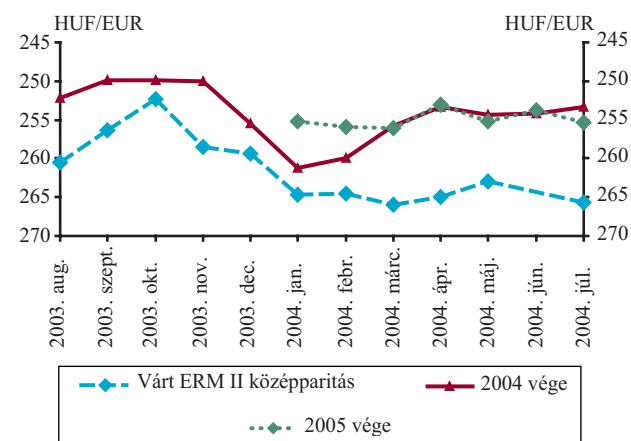
## Néhány frissen csatlakozott ország valutájának euróval szembeni árfolyama

(százalékban kifejezett erősödés 2004. jan. 2. óta)



I-6. ábra

## 2004, 2005 végére és az ERM II középparitásra vonatkozó elemzői árfolyam-várakozások



A 2004 végére vonatkozó várakozások átlaga januártól áprilisig erősödött – vélhetően az azonnali árfolyam erősödésével összefüggésben. Az év eleje óta, amikor először felmerült a kormány részéről az euró korábban

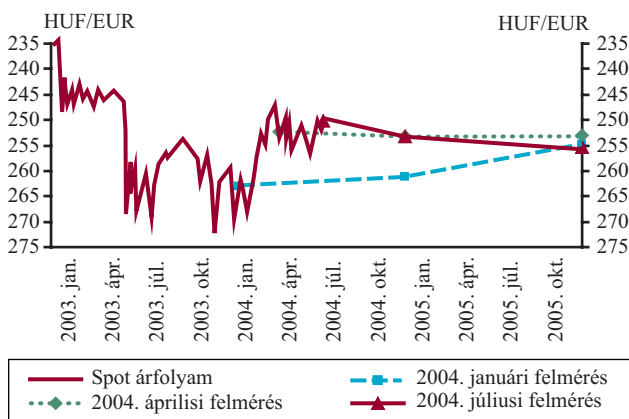
<sup>1</sup> Lásd az I.1. alfejezetet.

2008-ra tervezett bevezetésének elhalasztása, az ERM II árfolyamrendszerben várt középparítás árfolyamvárakozásokat orientáló ereje gyengült. A Reuters felméréseiből az is kiderül, hogy az ERM II várt belépési időpontja kitolódott. Míg korábban ugyanis a makroelemzők gyors (2005-ös) csatlakozást tartottak valószínűnek, addig júliusban már csak 2006–2008-ra várják Magyarország belépését az európai árfolyamrendszerbe.

Az utóbbi hónapok árfolyam-alakulását és a Reuters-konszenzust alapul véve azt a képet kapjuk, hogy az elemzők gyakorlatilag változatlan vagy enyhén gyengülő árfolyampályát várnak az előttünk álló másfél évben. Külföldi befektetési bankok elemzéseiben ugyanakkor még mindig felbukkan egy pesszimista, a forint jelentősebb leértékelődését valószínűsítő forgatókönyv. A lehetséges forintgyengülés általában a külső egyensúlyra vonatkozó, továbbra is erős aggodalmakkal függ össze.

I-7. ábra

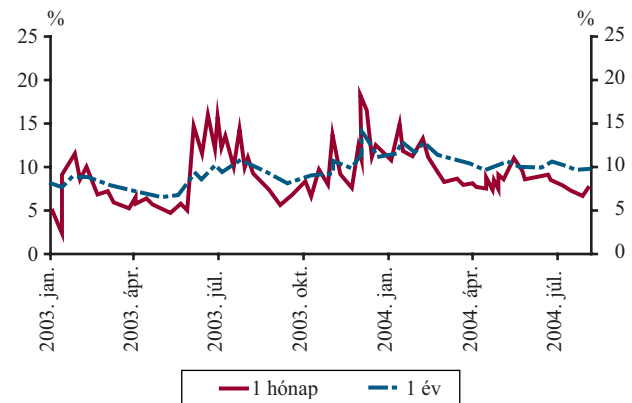
### A forint árfolyama és a Reuters elemzői árfolyamvárakozások elmozdulása



A piaci árfolyamvárakozások bizonytalanságáról az opciós piaci adatok vegyes képet adnak. Egyfelől az egy hónapos implikált volatilitás május közepe óta – a feltörekvő piaci kockázatokat jelző EMBI-indexszel párhuzamosan – folyamatosan csökkent, és augusztus elején is alacsonyabban állt, mint május elején. Az egyéves volatilitás ugyanakkor csak július második felében mutatott határozottan csökkenő trendet, de augusztus elején majdnem a május eleji szintre emelkedett vissza. Mindezt a piaci árfolyamvárakozások bizonytalanságában kifejezve azt mondhatjuk, hogy egészen rövid horizonton folyamatosan csökkent a jelentős leértékelődés valószínűsége, hosszabb, egyéves horizontra azonban ez csak később mutatko-

I-8. ábra

### Forint/euró implikált volatilitások

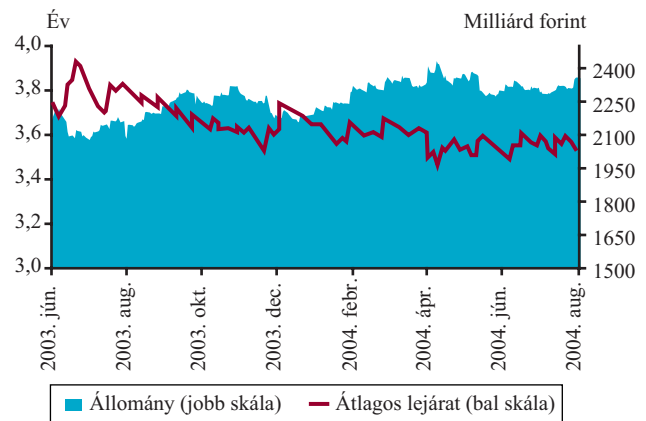


zott, és a bizonytalanság jelenlegi mértéke továbbra is a három hónappal ezelőtti szint közelében van.

Az árfolyam-erősödés megtorpanása összhangban van a külföldi szereplők forint melletti pozícióvállalásának alakulásával. Februárban és márciusban jelentős forint melletti pozíciók épültek fel, illetve forint elleni pozíciókat számoltak fel a befektetők. Április óta ezzel szemben inkább stagnálás volt jellemző.

I-9. ábra

### A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárat



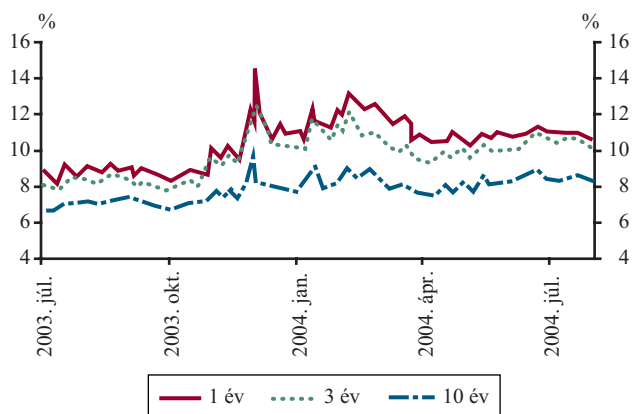
A külföldi befektetők által tartott forint állampapír-állomány sem változott lényegesen április óta, vagyis az év elején tapasztalt növekedés megállt. A hosszabb távra vonatkozó bizonytalanság meglétét jelzi, hogy bár az állomány átlagos lejáratában 2003 közepe óta megfigyelhető csökkenő tendencia megállni látszik, a külföldi befektetők érdeklődése a hosszabb lejáratú államkötvények iránt továbbra is mérsékelt.

## I. 3. HOZAMOK

A magyar állampapírpiacra a megelőző negyedévet jellemző hozamcsökkenési folyamat május elején megtört, és június közepéig szinte minden futamidőn jelentős emelkedés volt tapasztalható. Június közepe és augusztus eleje között mérséklődtek a hozamok, azonban továbbra is számottevő mértékben (40-80 bázisponttal) meghaladják a május eleji szinteket.

I-10. ábra

## Állampapír-piaci referenciahozamok

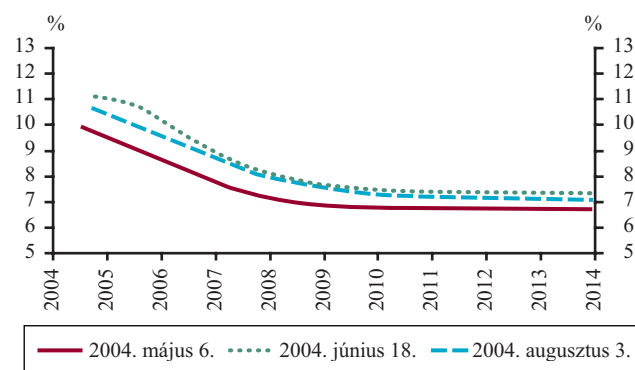


A hozamok alakulására valószínűleg meghatározó befolyással volt a külföldi befektetők által érzékelt kockázat, valamint kockázatvállalási hajlandóságuk szintje. A hozamemelkedés mögött májusban elsősorban az amerikai kamatemelési ciklussal kapcsolatos bizonytalanság, míg júniusban döntően a hazai inflációval, a gazdaság egyensúlyi pozíciójával és a konvergencia ütemével kapcsolatos aggodalmak álltak. Június közepe óta a hozamok mérséklődtek, amiben elsősorban a globális és regionális kockázati megítélés javulása játszott szerepet, de hatással lehetett a forint árfolyam-alakulásával kapcsolatos rövid távú bizonytalanság megfigyelhető mérséklődése is.

Az MNB Monetáris Tanácsa a korábbi kamatsökkenések után az időszak egészében változatlan, 11,5%-os szinten tartotta az irányadó kamatot, és a kommunikációjában a romló inflációs kilátások és kockázati megítélés miatt óvatos kamatpolitika folytatását tartotta

I-11. ábra

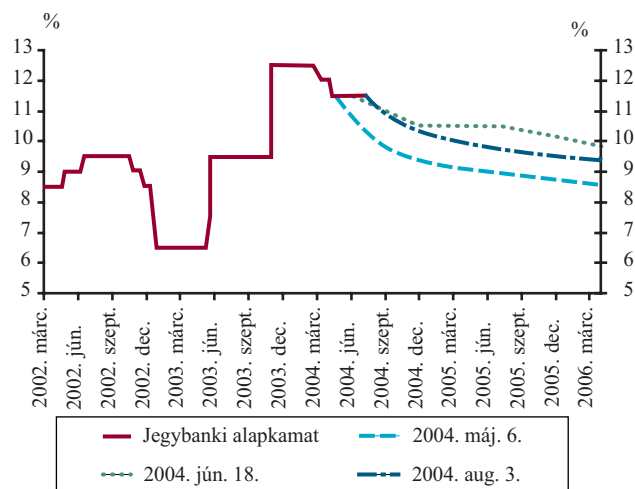
## Származtatott egyéves forwardhozamok különböző időpontokra



szükségesnek.<sup>2</sup> A romló kockázati megítélés és az ehhez társuló jegybanki viselkedés hatására májusban és júniusban is megemelkedett az irányadó kamatszint következő két évre várt pályája, ahogy ez a Reuters által megkérdezett piaci elemzők válaszaiból, és a származtatott forwardhozamgörbe alapján is megállapítható. Ezzel egy időben ugyanakkor megállt a hosszabb horizontú forwardhozamok emelkedése,

I-12. ábra

## A jegybanki alapkamat forwardhozamgörbe várt pályája



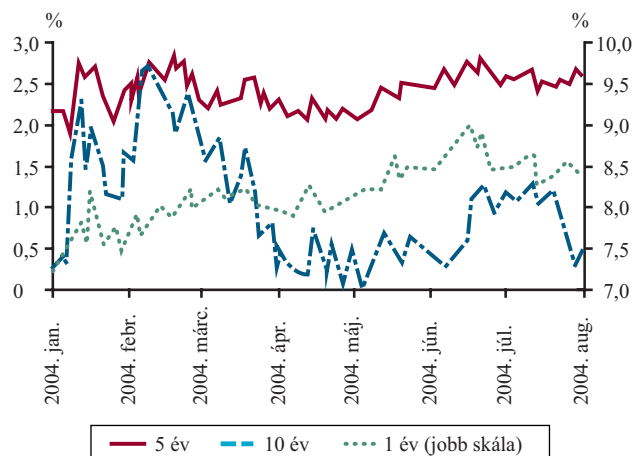
<sup>2</sup> Ezen túl a Monetáris Tanács döntést hozott arról is, hogy július 5-től kezdve lehetőség szerint csak a havi második ülésén hoz kamatdöntést. Az *Aktuális kérdések* fejezetben áttekintés olvasható a kamatdöntések ütemezésének nemzetközi gyakorlatáról.

majd nem sokkal később kifejezett csökkenés volt tapasztalható a hosszú távú kockázati megítélést jobban tükröző, távolabbi szegmenseken. A kockázati megítélés július végi javulása némileg csökkentette a 2004–2005-re várt kamatpályát, ami azonban még így is mintegy 60–100 bázisponttal meghaladja a május elején várt szinteket.

A kockázati megítélés alakulását a forintforwardoknál közvetlenebbül tükröző forint–euró forwardkülönbözözetek hasonlóan mozogtak, vagyis a forint hozamalakulására nem az euróhozamok, hanem vélhetően az elvárt kockázati prémium, és rövidebb lejáratokon esetleg az árfolyam-várakozások változása volt döntő hatással.

I-13. ábra

### 3 hónapos származtatott forwardkülönbözözetek alakulása

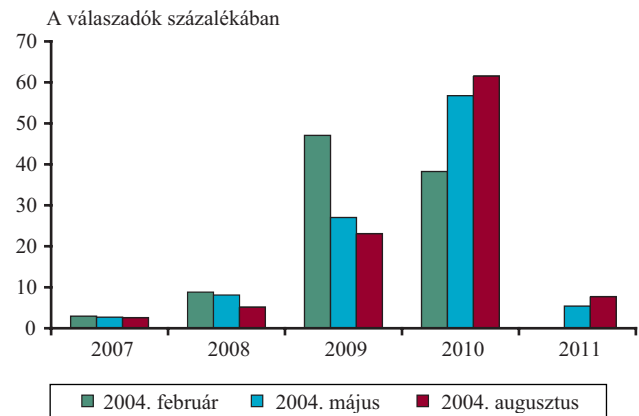


A hosszú hozamok alakulására hatással lehetett, hogy a piaci szereplők a negyedév során későbbre helyezték

az euróövezet-csatlakozás általuk várt időpontját. A regionális Reuters-felmérések is megerősítik, hogy a piaci szereplők által várt euróövezet-csatlakozási dátum – a kormány bejelentéseivel összhangban – fokozatosan kitolódott, és a 2004. májusi és augusztusi felmérés alapján a piaci elemzők többsége már egy 2010-es csatlakozást valószínűsít.

I-14. ábra

### Az euróövezeti csatlakozásra vonatkozó Reuters-elemzői várakozások (Regionális felmérés)



A forwardkülönbözözetek – csatlakozás szempontjából – releváns horizontokon tapasztalt emelkedése is azt a képet látszik alátámasztani, hogy a piaci szereplők elhalasztották az euróövezeti csatlakozás várt dátumát. A konvergenciafolyamattal kapcsolatos folytatódó bizonytalanságot jelzi, hogy a hosszú forwardkülönbözözetek értékei historikus összehasonlításban továbbra is magasak és a 6-7 éves időtávon jelentősen meghaladják az országgkockázati prémium jelenlegi szintjét (10-20 bázispont), amelyet akkor várnánk, ha a piaci szereplők biztosak lennének az euró 2010-es bevezetésében.

## I. 4. MONETÁRIS KONDÍCIÓK

A monetáris politika reálgazdaságra gyakorolt hatása döntően a reálárfolyamon és a reálkamaton keresztül érvényesül. Magyarországon a külkereskedelem meghatározó súlya miatt az árfolyamcsatorna szerepe a fontosabb. A következőkben röviden bemutatjuk, hogy a közelmúltban hogyan alakult e két változó, és a piaci szereplők mit gondolnak jövőbeli alakulásukról. A piaci várakozásokat a Reuters makroelemzői felméréséből vesszük át, ami bár nem tekinthető a gazdasági szereplők összességét jól reprezentáló mintának, a tendenciákat illetően vélhetően jó közelítés.

A fogyasztóiár-indexszel számított effektív reálárfolyam, mely a külső versenyképesség egyik legszélesebb körben használt mérőszáma, a februári–márciusi nominális felértékelődést követően csak elenyésző mértékben erősödött májusig. A 0,5 százalékos erősödést a magyarországi inflációs többlet okozta, a nominál-effektív árfolyam gyakorlatilag nem változott ebben az időszakban.

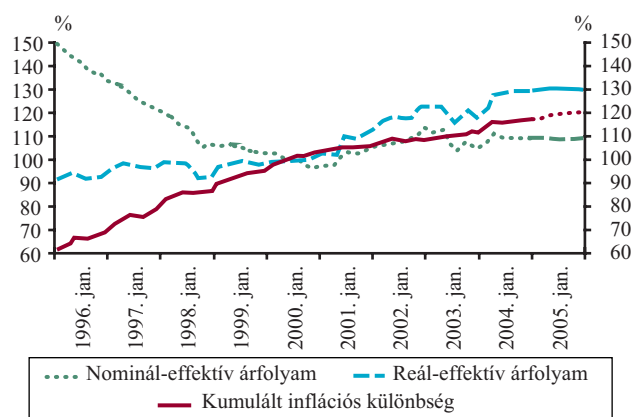
Árfolyam- és inflációs várakozásaikat felhasználva kiszámítottuk, hogy a makroelemzők milyen reálárfolyam-pályát várnak 2005 végéig.<sup>3</sup> Az idei év hátralévő részére várt 1,4 százalékos, valamint a 2005 egészére várt további 2,4 százalékos reálfelértékelődés – hasonlóan az elmúlt 3 hónaphoz – teljes egészében a magyar inflációs többletnek tulajdonítható, ugyanis a nominális árfolyamban nem várnak felértékelődést. A reálárfolyam várt erősödésének mértéke nagyjából megfelel a magyar gazdaságra jellemző egyensúlyi felértékelődési ütemnek.

A nominális hozamok előző fejezetben ismertetett emelkedése megjelent a különböző reálkamat-mutatók alakulásában is.<sup>4</sup> Az előretekintő reálkamat növekedése ugyanakkor nagyobb mértékben tulajdonítható az inflációs várakozások csökkenésének.<sup>5</sup> A mutató áprilistól júniusra 1 százalékponttal nőtt, és a jelenlegi

I-15. ábra

### Monetáris kondíciók: fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam

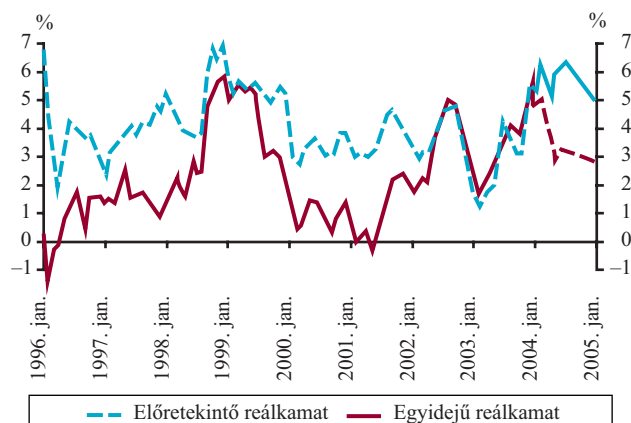
(2000 átlaga = 100%)



több mint 6 százalékos értéke historikus összehasonlításban is magasnak mondható. Az egyidejű reálkamat<sup>6</sup> ugyanezen időszak alatt csökkent, ami az emelkedő 12 havi inflációs szám következménye.

I-16. ábra

### Monetáris kondíciók: reálkamat



<sup>3</sup> A következő egyszerűsítésekkel éltünk: 1. a HUF/EUR árfolyam anticipált változásával hosszabbítottuk meg az effektív árfolyam idősort, 2. a kereskedelmi partnerek (súlyozott) éves inflációjáról feltételeztük, hogy az elmúlt 2 évhez hasonlóan alakul (2,4 százalékos).

<sup>4</sup> Előretekintő és egyidejű reálkamatot az egyéves állampapírhozamok havi átlagából, az aktuális 12 havi inflációból, illetve a Reuters egy évre előretekintő inflációs konszenzusából (év végekre és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval nyert érték) számítottuk. A 2005. januárra vonatkozó várakozáshoz a Reuters egyéves hozamra és a 2005. végi inflációra vonatkozó konszenzusát használtuk fel.

<sup>5</sup> Mivel a 12 hónapra előretekintő inflációs várakozások a Reuters-felmérésből számított értékek, és mivel a (12 havi) infláció jövő évi lefutását technikai tényezők (bázishatas) nagymértékben befolyásolják, melyekre vonatkozó várakozásokról csak kevés információ van, a becsült előretekintő reálkamat hibája a szokásosnál nagyobb lehet.

<sup>6</sup> „A reálkamat különféle számítási módjairól” című keretes írásunk a *Jelentés az infláció alakulásáról 2000.* decemberi számában részletesen bemutatja a különböző reálkamat-mutatók tulajdonságait és információtartalmát.



A makroelemzők ez év végéig az egyéves referenciahozam 2 százalékpontos csökkenését várták július közepén – az akkori sinthez képest. Ennek megfelelően 2005 januárjában az előretékintő reálkamat több mint 100 bázispontos csökkenéssel 5 százalék alá kerülhet.

A monetáris kondíciókban tehát a nominális változóhoz hasonlóan jelent meg az elvárt kockázati prémium

növekedése. Ennek megfelelően a reálkamat növekedése tekinthető a legfontosabb változásnak, és az idei év első felében tartósan, historikus összehasonlításban is magas szinten maradt. Az elemzői várakozások az előretékintő reálkamat jelentős csökkenésére, valamint a reálárfolyam kismértékű erősödésére utalnak.





## **II. AZ INFLÁCIÓ ÉS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI**

### **2004 KÖZEPÉIG**



## II. 1. KONJUNKTÚRA

A tavaly évi végi gyorsulást követően 2004 első negyedévében folytatódott a hazai gazdasági aktivitás lendületes növekedése. A külső kereslet élénkülésére változatlanul erőteljes volt a belföldi vállalkozások reakciója, ami a termelési mutatók magas növekedési ütemében tükröződik. Keresleti oldalon a lakossági fogyasztás várt lassulását az élénk beruházási tevékenység és az erőteljes exportnövekedés ellensúlyozta, így a GDP a vártnál nagyobb mértékben bővült.

### II. 1. 1. KÜLSŐ KERESLET

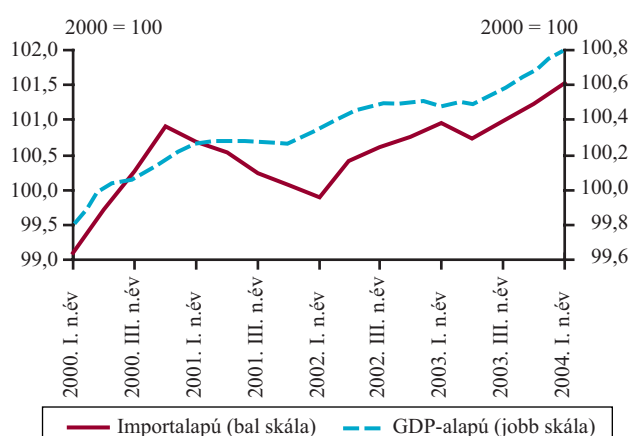
A 2003 második felétől intenzívebbé váló külpiazi (mindenekelőtt a számunkra releváns európai) konjunktúra 2004 első negyedévében is lendületes maradt. Az ipari termelés adatok, melyek a világgazdasági recesszió 2002 eleji fordulópontjától még meglehetősen ingadozóak voltak, január óta töretlen és gyorsuló növekedést mutattak. Jelentősebb külkereskedelmi partnerországaink első negyedévi GDP-növekedése is magas lett (az évesített negyedéves növekedés meghaladta a 2 százalékot)<sup>7</sup>. Ilyen mértékű bővülésre utoljára 2000 végén volt példa. A növekedés húzóerejének az USA és a kelet-ázsiai térség igen erős fellendülésén alapuló nettó export bizonyult, a belső kereslet csak lassan élénkült. Külkereskedelmi partnereinknél a beruházásokban ugyan tapasztalható volt némi gyorsulás 2003 negyedik negyedévében, 2004 első negyedévében azonban lassult a beruházások növekedése, a lakossági fogyasztás bővülése pedig továbbra is váratott magára.

Külső piacaink méretének növekedése így erőteljes volt, főleg a legjelentősebb kereskedelmi partnerünknek számító Németország importja nőtt. A magas import mögött részben továbbra is készletfeltöltés állt, ami arra utalhat, hogy a térség vállalatai a belső kereslet élénkülését várják.

II-1. ábra

### Külső piacaink mérete\* és főbb külkereskedelmi partnereink GDP-növekedésének alakulása

(logaritmusos skála)



\* Külpiazi mérete: főbb külkereskedelmi partnereink importjának súlyozott átlaga.

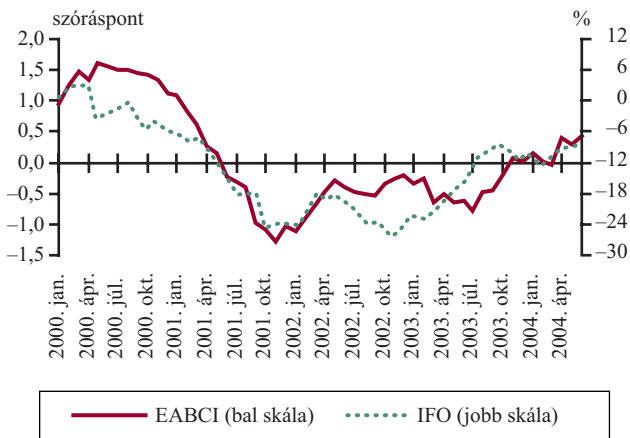
A magasra szökő olajárak hatását az első negyedévben a dollárral szemben különösen megerősödő euró valamelyest semlegesítette. A dollár az utóbbi hónapokban kissé visszaerősödött, de a még így is erős euró hosszabb távon ronthatja az euróövezet nettó exportját, ennek azonban eddig kevés nyoma látszott. Az olajárak növekedése viszont a második negyedévben is erőteljes mértékben folytatódott. Ez ugyan nem fordítja meg a külső kereslet fellendülését, de a tempóját mérsékelheti.

Az üzleti bizalom az euróövezet legtöbb országában ugyanakkor továbbra is javuló. A német vállalatvezetők várakozásait tükröző IFO-index az év elejétől kezdve mutatott ugyan némi romlást, de az index így is jóval magasabban szinten áll a recessziós időkből megfigyelteknél.

<sup>7</sup> Jelentéseinkben a havi, illetve a negyedéves változást mutató (azaz előző hónaphoz, illetve az előző negyedévhez viszonyító) indexeket mindig szezonális és naptári hatásoktól megtisztított időszorból számítjuk, és a szokásos éves típusú (előző év azonos időszakához viszonyító) indexekkel való könnyebb összevetés érdekében évesítve közöljük (azaz havi indexnél 12., negyedévesnél 4. hatványra emeljük). Bővebben I. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*, MNB, 2002, <http://www.mnb.hu>

**II-2. ábra**

**Az euróövezet (EABCI) és a német IFO üzleti bizalmi indexe**



A külső kereslet oldaláról tehát egyértelműen pozitív impulzusok érték és érik a magyar gazdaságot, mindenekelőtt az exportorientált üzleti szektort.

**II. 1. 2. TERMELÉS**

A javuló külső kereslettel vezérelt hazai kibocsátás élénkülése is tovább folytatódott. A hazai feldolgozóipar valójában már 2002 elejére kilábalta a világgazdasági recesszió okozta visszaesésből, és a bruttó kibocsátás eleinte lassú, majd 2003 elejétől kifejezetten gyors növekedésbe kezdett.

Ettől valamelyest elmaradó mértékben bővült a feldolgozóipari hozzáadott érték, így a termelés két mérőszáma között viszonylag jelentős rés keletkezett (2003-ban a feldolgozóipari bruttó termelés 7, a hozzáadott érték viszont csak 3,5 százalékkal bővült). 2003 utolsó negyedében, de különösen 2004 első negyedében azonban a tényszámok alapján már zárult ez a rés. A bruttó kibocsátás növekedésének trendje ugyanis ellaposodóban volt, a hozzáadott érték azonban a vártnál erőteljesebben bővült. Ez utóbbi főként az exportorientált feldolgozóipari ágazatok (gépipar, bizonyos vegyipari ágazatok) teljesítményének köszönhető, aminek meg is van a lenyomata az értékesítési adatokban: a stagnáló, sőt a második negyedév eddig rendelkezésre álló adatai alapján inkább visszaeső beföldi értékesítést élénk, bár valamelyest már fékeződő exportértékesítés kísérte.

A feldolgozóipari termelés növekedése viszonylag stabil alapokon nyugszik, ugyanis a termelékenység javulása áll mögötte. A termelékenység alakulását részletesebben elemző vizsgálataink (lásd a IV. 5. fejezetet) alapján ugyan a termelékenység növekedése nem haladja meg a konjunktúra felívelő szakaszában „szokásos” mértéket, de strukturális hatások (ágazati átren-

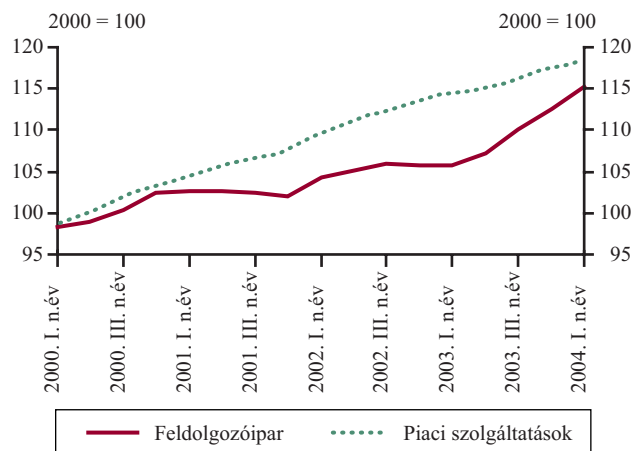
deződés, illetve részben ezzel összefüggően a tőkeintenzitás növekedése) is kimutathatók, amelyek a termelékenység erős növekedésének időszakát elnyújthatják.

A második negyedévi hazai üzleti felmérések azonban már ellentmondásos információkat is tartalmaznak: javuló bizalom mellett a jövőbeli értékesítési lehetőségek megítélése és a beruházási szándékok alakulása már nem minden felmérés esetében kapott kedvező értékelést a hazai vállalkozások vezetőitől.

A piaci szolgáltatásokban keletkező hozzáadott érték bővülése 2003 végéig fokozatosan lassult, 2004 első negyedében azonban váratlanul magas lett a növekedés üteme (az évesített negyedéves növekedés közel 5 százalék volt a 2003 negyedik negyedévi 3 százalék körüli után). Ebben alighanem az játszott szerepet, hogy a külső konjunktúrától erősebb függésben lévő hazai szolgáltatások (például szállítás, távközlés) teljesítménye a vártnál jobb volt, így a lakossági fogyasztás lassulása (főleg a kereskedelmi szolgáltatásokon keresztül) csak kisebb hatást gyakorolt a szolgáltatási szektor kibocsátására.

**II-3. ábra**

**A hozzáadott érték alakulása**



**II. 1. 3. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS, MEGTAKARÍTÁS ÉS BERUHÁZÁS**

A lakossági fogyasztásban 2004 első negyedéve a vártnak megfelelően, a tavalyi átlagnál jóval lassabb növekedést hozott (a lakosság fogyasztási kiadásai éves szinten 3,8, míg az előző negyedévhez képest évesítve közel 3,4 százalékkal nőttek), ebben azonban egyszeri hatások is közrejátszottak. Mindenekelőtt az új gépjárművásárlásokat befolyásoló regisztrációsadó-módosítás miatti kivárás említendő meg. Ez a kivárás visszaigazolódik az EU-csatlakozás időszakának (április és május) kiskereskedelmi forgalmából, mely a gépjárművásárlások nagyon jelentős növekedését mutatta. Az el-

ső negyedévi fogyasztás alacsony növekedési ütemében tehát az elhalasztott gépjárművásárlásoknak minden bizonnyal jelentős szerepe volt.

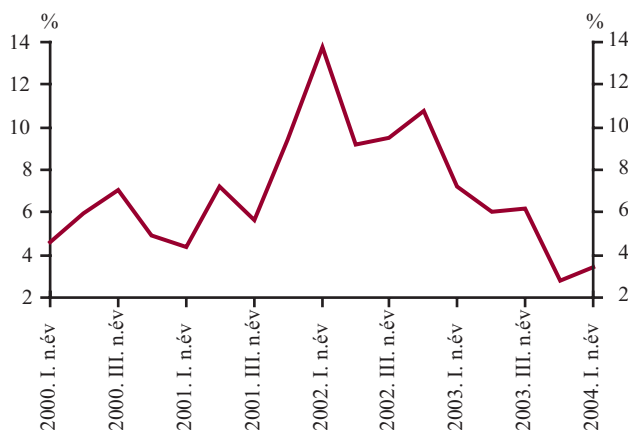
Ezzel egyidejűleg a 2003-ban mélypontjára jutott lakossági megtakarításokban korrekció indult meg: a vártnál erősebb reálbér-növekedés miatt képződött többletjövedelem nagy részét a háztartások nem költötték el, hanem a megtakarításaikat növelték. A kereskedelmi bankok mérlegeiből rendelkezésre álló információkból – becült adatok alapján – ez a folyamat a második negyedévben is folytatódott. Mindamelllett a magasabb bérek miatt nagyobb jövedelem a megtakarítási ráta növekedése mellett is serkenheti a lakosság fogyasztási kiadásait is. A megelőző két év igen erős lakosságifogyasztás-bővülése következtében nemzetközi viszonylatban is igen magas fogyasztási ráta (fogyasztás/jövedelem arány) azonban egyértelműen csökkenő tendenciát mutatott.

A lakossági beruházásokban – noha a múlt év végén kötött új hitelszerződések következtében még erős a dinamika – már enyhébb csökkenés volt megfigyelhető az első negyedévben, s jóval kevesebb volt az új hitelfelvétel is. A kiskereskedelmi forgalom második negyedévre vonatkozó adataiból és a kiadott lakás-építési engedélyek számából azonban még élénk lakossági beruházási tevékenység rajzolódik ki, vagyis egészében az látható, hogy a lakosság fogyasztási és beruházási kiadásainak lassulása nem olyan gyorsan megy végbe, mint arra korábban számítottunk.

**II-4. ábra**

**A lakosság fogyasztási kiadásainak alakulása**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



**II. 1. 4. VÁLLALATI BERUHÁZÁS ÉS KÉSZLETALAKULÁS**

A vállalatok beruházási tevékenységét igen nagy mértékben a külső konjunktúra befolyásolta. Előző jelentésünkben utaltunk arra, hogy a vállalati (főképp a feldolgozóipari) beruházások különösen élénken reagálnak a külső keresletben bekövetkező fordulatokra. A 2003

második felévtől felgyorsult külsőkereslet-bővülést ennek megfelelően olyan kiugróan magas beruházás-növekedési ütemek kísérték a vállalati szektorban, melyek utoljára az 1997–98-as, jelentős külföldi vállalati betelepülésekkel, fejlesztésekkel járó időszakot jellemezték.

**II-5. ábra**

**A vállalati beruházások alakulása**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)

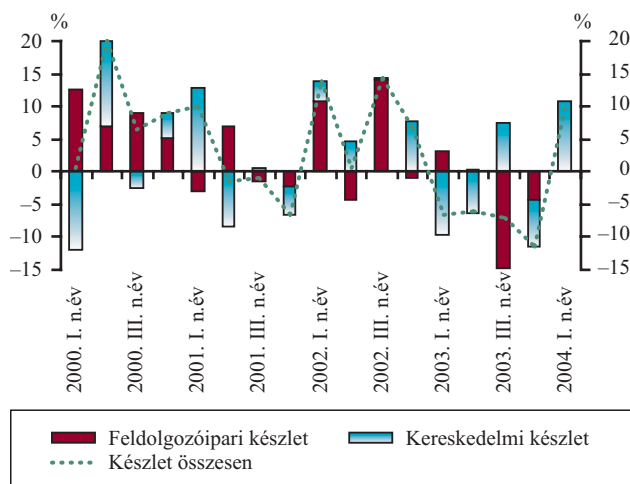


A legújabb üzleti felmérések alapján úgy tűnik, hogy a kapacitáskihasználtság növekedése lassult, nyilvánvalóan összefüggésben azzal, hogy a kapacitásokat a jövőbeni rendelésekhez képest mind több vállalat elégségesnek ítéli meg. Ehhez képest váratlanul mondható, hogy a vállalati beruházások 2004 első negyedévében is igen magas ütemben bővültek. Emögött az húzódott meg, hogy a feldolgozóipari beruházások a várakozásoknak megfelelően ugyan valóban lassultak, a piaci szolgáltatók beruházásai azonban a 2003. év egészét jellemző stagnálás után meglepetésszerű mértékben növekedtek (főleg a szállítás/távközlés, valamint az ingatlanügyletek/gazdasági szolgáltatások ágazatokban).

**II-6. ábra**

**A készletek alakulása**

(évesített negyedéves növekedési hozzájárulás)



A korábbi jelentésekben már jeleztük, hogy a feldolgozóipar erőteljes beruházási aktivitásának egyik forrása valószínűleg a készletek között nyilvántartott, nem aktivált beruházások állománya lehetett. Mivel 2004 első negyedévében a feldolgozóipari készletek csökkenése megállt, ez összhangot mutat a szektor beruházásainak alakulásával. A kereskedelmi készletek ugyanakkor jelentősen nőttek az első negyedévben, amit a lakossági fogyasztás jelentős lassulása magyarázhat.

## II. 1. 5. KÜLKERESKEDELEM ÉS PIACI RÉSZESÉDÉS

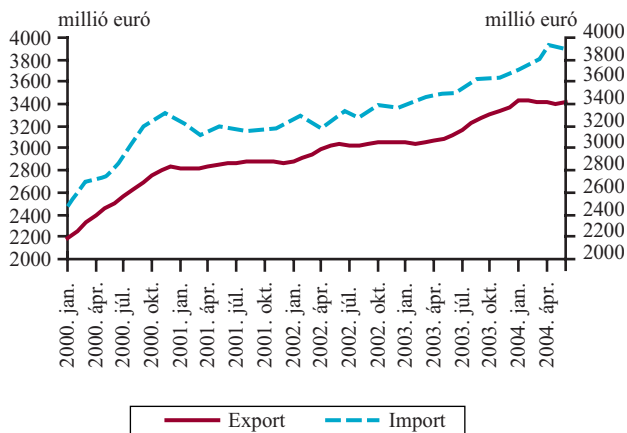
A külkereskedelmi forgalom alakulását alapvetően a külső kereslet fellendülése határozta meg, emellett a májusi EU-csatlakozás gyakorolt jelentősebb hatást az export- és importszámokra. Utóbbi kétféle módon is befolyásolta a folyamatokat: egyrészt az EU-csatlakozás miatt módosuló vámhatárok okozta importterhek elkerülése végett, az uniós határokon továbbra is kívül maradó országokból még a magas uniós vámok bevezetése előtt nagyobb mennyiségű vásárlásokra került sor. Másrészt a vámhivatalok csatlakozást követő átalakítását megelőzően taktikai okokból a vállalkozások (főként a kereskedelmi cégek) jelentősen feltöltötték készleteiket. Mindezek érthetően az áruimport számaikat befolyásolták.

Az EU-csatlakozással egy időben azonban a statisztikai jelentőrendszer is megváltozott, azaz május óta a külkereskedelmi áruforgalmi adatok új megfigyelési rend alapján kerülnek publikálásra, s az előzetesen nyilvánosságra hozott számok alapvetően becslések, s nagy bizonytalansággal bírnak. Emiatt mostantól a külkereskedelmi forgalom számaiban valószínűleg lényegesen nagyobb adatrevíziókra kell felkészülni, melyek megnehezítik a folyamatok főleg rövid távú elemzését, de a középtávú előrejelzést is elbizonytalanítják.

### II-7. ábra

#### A vámstatisztikai áruexport és áruimport trendje

(folyó áron)



Az áruforgalom havi, KSH külkereskedelmi statisztika által mutatott alakulásában az áruexport növekedésének erőteljes fékeződését észlelhettük az év első hat hónapjában, bár az előző év azonos időszakához mért növekedés még így is jelentős. A lassulás csak részben magyarázható a feldolgozóipar exportértékesítésében megfigyelhető csökkenő ütemű növekedéssel, az EU-csatlakozással együtt járó módszertani változások is szerepet játszhattak. A júniusi előzetes külkereskedelmi adatok publikációjakor például máris erőteljes lefelé ható adatrevíziót érvényesített a KSH az áruexport májusi adatában, így a korábban vélhető képest az áruexport bővülése lényegesen szerényebb, sőt az általunk becsült árindexek alapján a második negyedévben inkább stagnált, semmint nőtt az árukivitel volumene.

Az áruimport növekedése egészen ápriliséig nagyon gyors volt, amely folyamat mögött a már említett tetemes mennyiségű előrehozott vásárlás húzódtott meg. Ezek a hatások, éppen jellegük miatt, az év későbbi importadataira is befolyással lesznek, mivel a szándékolt vásárlások egy része már korábban realizálódott. Így a konjunkturális folyamatoktól indokoltan valamivel alacsonyabb is lehet az áruimport az év hátralévő szakaszában. Ennek ugyan nem látható pontosan előre a lefolyása, valószínű azonban, hogy az áruimport májusi–júniusi lelassulása már tükrözi ezt a folyamatot. Természetesen azok a becslési bizonytalanságok, melyeket a statisztikai számbavétellel kapcsolatban az áruexportnál említettünk, az áruimport számaira is ugyanúgy vonatkoznak.

A nemzeti számlák szerinti külkereskedelmi forgalom (mely az áruforgalom mellett a szolgáltatásforgalmat is tartalmazza) 2004 első negyedévében a fellendülő külső kereslettel vezérelten még élénk volt. A negyedéves növekedési ütemek alapján az import erősebb növekedése volt tapasztalható (az évesített negyedéves növekedés 24 százalék fölött volt, szemben az export 14 százalék körüli bővülésével). Bár az éves növekedési indexek még javuló nettó exportot mutattak, a nettó export azonban a rendelkezésre álló második negyedéves külkereskedelmi adatok alapján már a romlás irányába fordult.

Egészében a vártnál jóval dinamikusabb importnövekedés és lassúbb exportnövekedés miatt a folyó fizetési mérleg áruforgalmi mérlege jóval kedvezőtlenebb a májusi jelentésben prognosztizálnál, emiatt a folyó fizetési mérleg tényadata is magasabb hiányt mutat, továbbá az előrejelzésünk is lényegesen nagyobb folyómérleg-deficittel számol (I. IV. 4. fejezet).

**II-8. ábra**

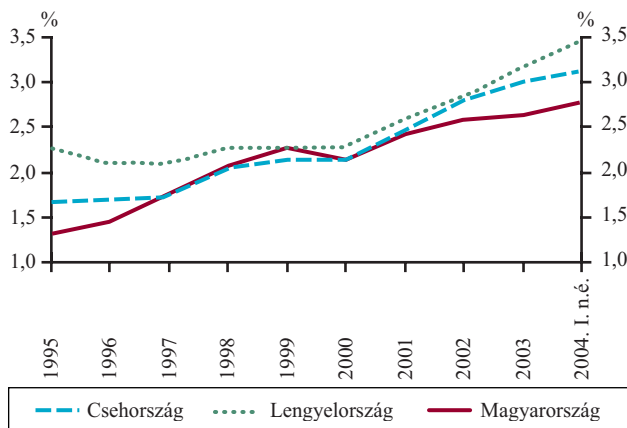
**A nemzeti számlák statisztika szerinti export- és importalakulása**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



**II-9. ábra**

**Piaci részesedés az EU-ban\***



\* Részesedés az EU15 teljes EU15-ön kívül származó folyó áras importjából (Eurostat).

A múlt év második felére felgyorsult exportdinamika alapján az EU (májusi bővítés előtti) piacon kisebb mértékben tovább növeltük részesedésünket, majd

az első negyedévben ezt tovább erősítve már az Unió teljes EU-n kívüli importjának 2,8 százalékát adtuk.

**II. 1. 6. GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS**

A belföldi konjunktúrát jelenlegi szakaszában tehát a külső kereslet gyors növekedése által vezérelt vállalati szektor erős fellendülése és a lakossági fogyasztás lassulása határozza meg, miközben az ezzel ellentétes rövid távú tendenciák ellenére az éves indexek szintjén a nettó export is javul. Ezek eredményeként keletkezett a magas, 4,2 százalékos GDP-bővülés 2004 első negyedévében.

Vizsgálataink alapján úgy tűnik, hogy ebben a nagymértékű növekedésben azonban olyan tényezőknél, ún. naptári hatásoknak is szerepe lehetett, amelyek technikai jellegűek és az alapvető konjunkturális folyamatokhoz nem kapcsolódnak. Ezért, bár a gazdasági növekedés gyorsulását a termelési és keresleti oldali folyamatokból egyaránt igazoltnak véljük, annak dinamikája vélhetően valamivel lassabb volt, mint az az eredeti számokból látszódik.<sup>8</sup>

**II-10. ábra**

**A GDP alakulása**

(naptári hatásoktól megtisztított és szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedés)



<sup>8</sup> Fontos megjegyezni, hogy amennyiben a naptári hatásokra vonatkozó becslésünk helytálló, a jövő év első negyedéves GDP-növekedés – az ideai naptári hatás mértékének megfelelően – alacsonyabb lesz annál, mint amit a konjunkturális folyamatok mutatnának. A naptári hatások részleteiről l. a IV. 6. fejezetet.

## II-1. táblázat

## A GDP és komponenseinek alakulása

(éves növekedési ütem)

	2001	2002	2003	2004. I. n.év*
Lakossági fogyasztás	5,9	9,3	6,5	3,0
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,7	10,3	7,6	3,8
Természetbeni társ. juttatások	6,5	4,9	1,8	-0,8
Közösségi fogyasztás	5,3	4,8	1,9	1,3
Állóeszköz-felhalmozás	5,0	8,0	3,0	18,9
„Belföldi végső értékesítés”**	5,6	8,5	5,2	5,3
Belföldi felhasználás	1,9	5,4	5,5	4,3
Export	7,8	3,7	7,2	17,4
Import	5,1	6,2	10,3	16,6
<b>GDP</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>

\* Szezonálisan nem kiigazított KSH-adatok.

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



## II. 2. MUNKAPIAC

### II. 2. 1. MUNKAERŐ-FELHASZNÁLÁS

A külső konjunktúra 2003 elejétől megfigyelhető erőteljes élénkülése a termelési tényezők fokozódó felhasználását és növekvő keresletét vonta maga után. A növekvő beruházási hajlandóságon túl élénkült a gazdaság munkaerő-kereslete is, a folyamatok azonban az egyes ágazatcsoportokban más-más képet mutatnak.

A vállalkozások a konjunkturális változásokhoz először a számukra legkevésbé költséges munkaerő-felhasználás intenzitásának, vagyis az átlagosan ledolgozott munkaórák számának változtatásával alkalmazkodnak. A tavalyi év első negyedéve óta javuló feldolgozóipari konjunktúra ily módon megmutatkozik az átlagos munkaóraadatokban is.

Az egy éve folyamatosan emelkedő munkaintenzitás ellenére továbbra sem látszik azonban a feldolgozóipari foglalkoztatottság 2000 vége óta tartó esésének fordulópontja. Az elmúlt évek adatait vizsgálva szembevetendő, hogy a foglalkoztatottság, amely az átlagos ledolgozott munkaórák dinamikáját általában kéthárom negyedév késéssel követi, a jelen konjunkturális ciklusban lényegesen lassabb alkalmazkodást mutat. Ennek oka egyrészt a vállalatok termelési struktúrájának hosszú távú megváltozásában, másrészt az ágazaton belüli szektorális átrendeződésben, harmadrészt pedig az egyes feldolgozóipari szakmákban megmutatkozó munkakínálati szűköségben keresendő.

Az elmúlt években a munkaerő jelentősen megrágult. A hirtelen megnőtt munkaköltségre a vállalatok jelentős része fokozatos tőke-munka helyettesítéssel reagált. A munka helyettesítése a konjunktúra felívelő szakaszában felgyorsult, ami önmagában növekvő tőkekereslethez és alacsonyabb szintű foglalkoztatottsághoz vezetett.

Ezzel függ össze a feldolgozóiparon belüli strukturális átrendeződés folyamata is. Már több korábbi jelentésben utaltunk rá, hogy a munkaköltségek elmúlt években

bekövetkezett gyors ütemű növekedésének elsődleges áldozatait a textilipari cégek voltak. Az erősen munkaerő-igényes vállalatok nehezen tudták tartani a versenyt a külföldön termelő, lényegesen olcsóbb munkaerőt alkalmazó konkurenciával, így sok esetben termelésük visszafogására, gyáraik bezárására kényszerültek. Az utóbbi hónapok adatai szerint a textilipari foglalkoztatottak számának esése lassult, mindazonáltal az ágazat továbbra is elsődleges meghatározója a feldolgozóipari létszám csökkenésének.

A foglalkoztatottság bővülését gátolhatja továbbá egyes szakmák alacsony szinten rekedt munkakínálata. Anekdotikus információk szerint számos területen a bővülő kereslet szakképzett szakmunkáshiányba ütközik, míg más területeken – elsősorban magasabb képzettséget igénylő szellemi foglalkozásokban – munkakínálat-többlet alakult ki.<sup>9</sup> Az így keletkezett strukturális munkaerőhiány gátat szab az alkalmazotti létszám jelentősebb bővítésének.

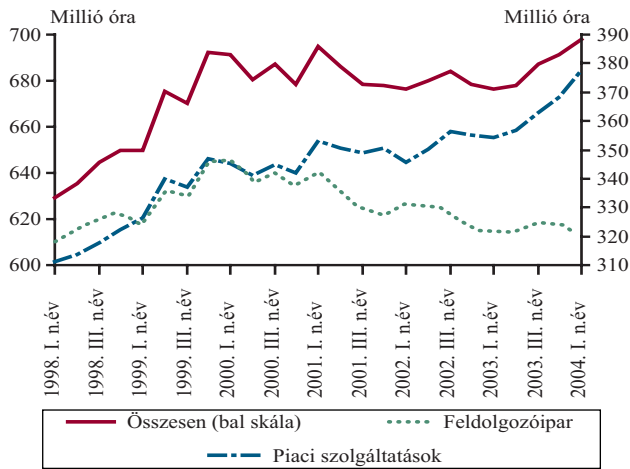
A piaci szolgáltatások munkaerő-kereslete továbbra is dinamikus, ami mind az ütemesen bővülő foglalkoztatottságban, mind a gyorsan növekvő összes ledolgozott munkaórában megmutatkozik. Az elmúlt hónapok tendenciájából arra lehet következtetni, hogy a lassú fogyasztási konjunktúra egyelőre nem hat a vállalatok foglalkoztatási döntéseire. Különösen magas munkaerő-keresletről árulkodik a 2004 első negyedévi létszámadat, amelyért elsődlegesen a „kereskedelem, javítás” és az „ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás” év elején jelentősen megugró foglalkoztatottsága a felelős. Az erősen heterogén szolgáltatószelet többi ágazatában az idei év nem hozott változást a foglalkoztatottak számában megfigyelhető dinamika tekintetében. Feltételezhető, hogy közép-távra a fogyasztás idejének lassulása a lakossági kereslethez erősebben köthető ágazatok munkakeresletét mérsékli, míg a feldolgozóiparhoz, illetve a külső konjunktúrához jobban köthető ágazatok létszámában tovább fognak bővülni. A rendelkezésre álló adatokból azonban egyelőre nem olvasható ki ilyen irányú elmozdulás.

<sup>9</sup> Az anekdotikus információk mellett a Foglalkoztatási Hivatal 2004 első félévi munkaerő-piaci felmérése is szűköséget jelez: a szaképzett munkaerő hiányára panaszoló cégek aránya a tavalyi évhez képest megduplázódott.

II-11. ábra

**Ledolgozott munkaórák alakulása\***

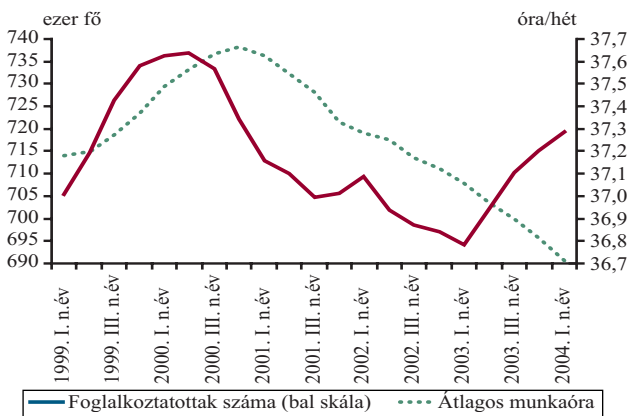
(Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások, millió óra)



\* Forrás: KSH. Szezonálisan igazított adatok.

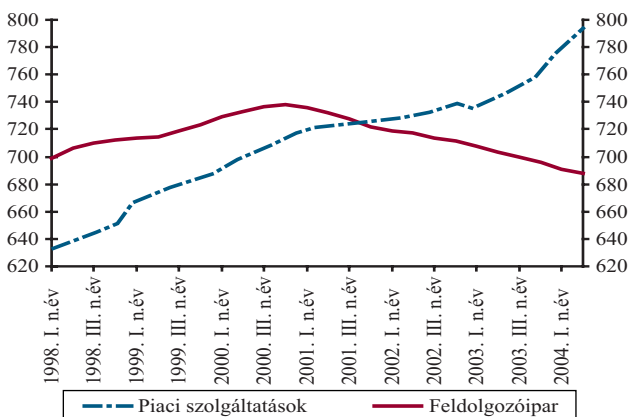
II-12. ábra

**A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos óraszám és a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása a feldolgozóiparban**



II-13. ábra

**A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása a versenyszektorban\***



\* A KSH intézményi munkaerő-piaci statisztika szerint. 2004. májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük. Szezonálisan igazított adatok.

**II. 2. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZŰKÖSSÉG**

A legfrissebb adatok alapján a gazdaság számára rövid távon elsődleges munkaerő-tartalékokat megtestesítő munkanélküliség 2003-ban végig enyhén csökkenő trendje az idei év elején megtört. Bár a második negyedévi növekedésből elhamarkodott lenne fordulópontra következtetni, a munkanélküliek számának, illetve az aktív népességre vetített arányának idei növekedése korábbi várakozásainkkal összhangban áll.

A munkapiac feszességének enyhülése irányába mutathat az államháztartás és a feldolgozóipar létszámleépítése. A két szektorból kikerülő munkaerőt a bővülő szolgáltatószektor legfeljebb késleltetéssel tudja felszívni. Az ágazatok közötti munkaerő-átrendeződés hatására növekvő munkanélküliséget nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják, amelynek elsődleges oka a leépítő szektorokból kikerülő munkások szakképzése és a bővülő szektorban elvárt képzettség közötti eltérés.

A gyorsuló munkapiaci reallokáció a Foglalkoztatási Hivatal betöltetlen üres álláshelyekre és bejelentett csoportos létszámleépítésekre vonatkozó adataiban is megmutatkozik. Az együttesen gyorsuló munkahelyteremtés és -rombolás összefüggésben van egyrészt a versenyszférában megfigyelhető hosszú távú szektorális átrendeződéssel, másrészt az egyes szakmákban megmutatkozó szűkös munkakínálattal.

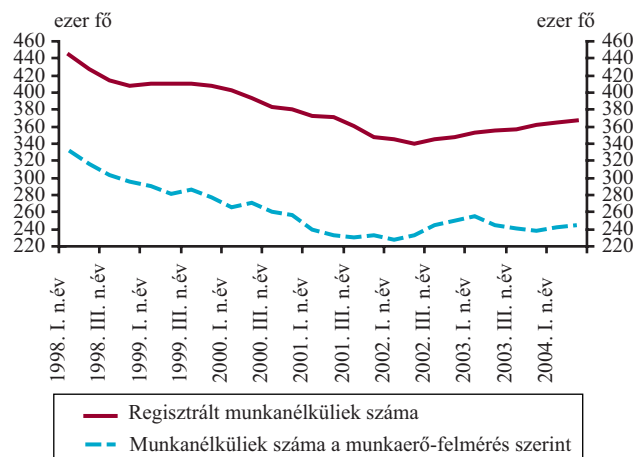
Mindennek ismeretében érdekes kérdés, hogy ez a hatás miért nem lelhető fel a tavalyi munkanélküliségi adatokban. A feldolgozóipari létszámleépítés és a szolgáltatószektor bővülése 2003-ban erőteljesnek bizonyult, a munkaerő-áramlás a KSH által közölt, KSH-munkaerő-felmérésén (MF) alapuló (ún. ILO-típusú) munkanélküliségi adatok alapján meglehetősen súrlódásmentesen ment végbe. Ennek némileg ellentmond a Foglalkoztatási Hivatal regisztrált munkanélküliek számát jelző statisztika. A regisztrált munkanélküliség ugyan nem feleltethető meg a tényleges ki nem használt munkakínálatnak, mégis figyelemre méltó, hogy 2003 elejéig a regisztráltak száma hasonló dinamikát írt le, mint az MF-en alapuló álláskeresői száma. Azóta azonban a két statisztika más-más képet mutat: előbbi mindvégig növekvő, utóbbi a tavalyi évben csökkenő munkakínálatot jelez.

A bár növekedésnek induló, de továbbra is alacsony szinten rekedt munkanélküliség egyértelműen feszes munkapiacot jelez. A szűkös kínálat sokáig inkább csak a létszámában intenzíven bővülő szolgáltatószektort sújtotta. Az elmúlt néhány negyedévben azonban a feldolgozóiparon belüli egyes szakmákban is – főleg a szakképzett szakmások körében – szűk keresztmetszetek mutatkoznak. A feldolgozóipari struk-

turális munkaerőhiány megnehezíti az ágazat létszámának bővítését és felfelé hajtja a bérinflációt.

II-14. ábra

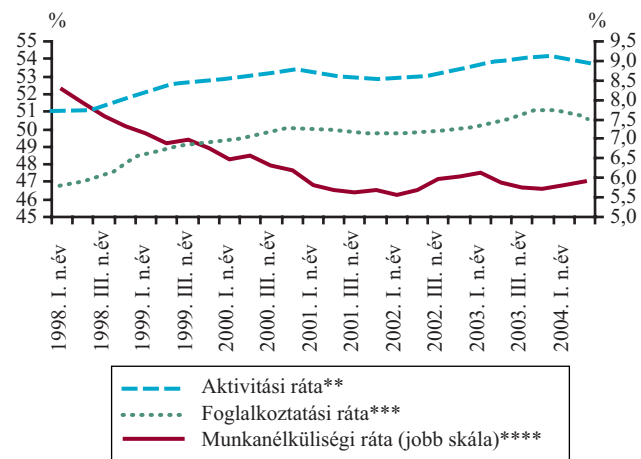
### A munkaerő-felmérés szerinti munkanélküliek és a regisztrált munkanélküliek számának alakulása\*



\* A KSH lakossági munkaerő-felmérése és a Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján. Szezonálisan igazított adatok.

II-15. ábra

### A munkanélküliségi, az aktivitási és a foglalkoztatási ráta alakulása\*



\* A KSH lakossági munkaerő-felmérése (MF) alapján, ILO-típusú mutatók.

\*\* Aktivitási ráta: gazdaságilag aktívak aránya a munkaképes korú népességben belül.

\*\*\* Foglalkoztatási ráta: foglalkoztatottak aránya a munkaképes népességben belül.

\*\*\*\* Munkanélküliségi ráta: munkanélküliek aktív népességre vetített aránya.

## II. 2. 3. BÉRINFLÁCIÓ

A legfrissebb adatok szerint 2003 közepétől a versenyszféra bérinflációja erőteljesen gyorsul. A májusi jelentés idején rendelkezésre álló adatok még nem jeleztek ilyen mértékű átlagkereset-növekedést, az új adatpontok ismeretében a versenyszféra szezonális hatásoktól megtisztított bérinflációs múltja jelentősen felfelé revideálódott.<sup>10</sup> Úgy látjuk, hogy a bérnövekedés üteme az idei év első hónapjaiban sem mérséklődött. A megfigyelt folyamat a feldolgozóipar és a szolgáltatásokat egyaránt jellemzi, a két ágazatcsoportban azonban különböző okokra vezethető vissza.

A feldolgozóipari konjunktúra 2003 elejére túljutott ciklusának mélypontján. Az egyre fokozódó külső keresletnek köszönhetően a hazai feldolgozóipari vállalatok gyorsuló ütemű hozzáadottérték-növekedést könyveltek el. Ahogy azt az előző fejezetben jeleztük, a munkaköltségek elmúlt évekre jellemző ütemes növekedése a vállalatokat mindinkább tőke-munka helyettesítésre készítette. Az alacsony termelékenységű munkahelyek megszüntetése és tőkével való helyettesítése növelő hatást gyakorol az ágazat termelékenységére és bérinflációjára. A munka tőkével való helyettesíthetősége bővülő kibocsátásnövekedés mellett intenzívebb, így feldolgozóipari konjunktúra felívelő szakaszában felgyorsultak az említett folyamatok.

A textilipar visszahúzódása ugyancsak felfogható aggregált szintű tőke-munka helyettesítésnek. Az erősen munkaerő-igényes vállalatok munkahelyeinek felszámolása következtében a feldolgozóipari termelés tőkeintenzívebb ágazatok felé tolódott, ami megmutatkozik mind az aggregált termelékenység, mind az aggregált átlagkereset mutatókban.

A magas feldolgozóipari bérinflációt magyarázzák az utóbbi hónapokban kialakult munkakínálati szűkösségek is. A kedvező konjunktúra és növekvő kibocsátás ellenére a feldolgozóipari vállalatok létszámbővülésének egyelőre nem látszanak jelei. A tőkeintenzívebb termelésen túl ezt magyarázza a munkapiacra megfigyelhető „strukturális munkaerőhiány” is. Egyes szakmák növekvő kereslete és a szakterületen jelentkező limitált munkakínálat következtében a vállalatok engedni kényszerülnek a magasabb bérköveteléseknek.

Mindezen tényezők hatására 2003 első negyedétől a feldolgozóipari bérinfláció gyorsulni kezdett. A továbbra is csökkenő foglalkoztatottság és inten-

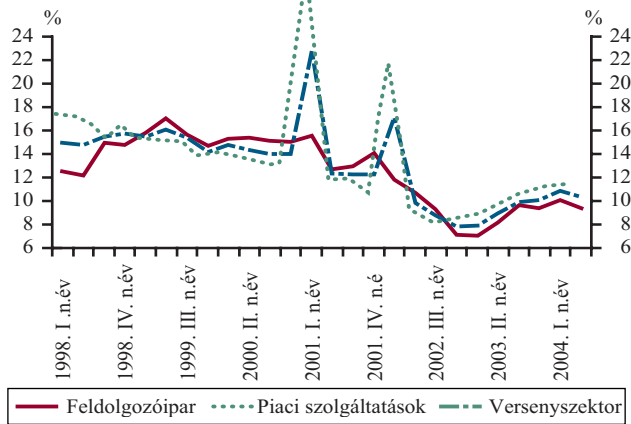
<sup>10</sup> A KSH által publikált átlagkereset-adatok értékelését megnehezíti, hogy számos cég az előző évekre jellemzően májusban esedékes prémium- és jutalomkifizetéseket márciusra hozta előre, ami emelte a márciusi és csökkentette a májusi bérdexeket. Elemzésünkhöz a szezonális eltolódását statisztikai módszerekkel korrigáltuk. További részletekért l. a IV. 2. 1. fejezetet.

zíven bővülő hozzáadott érték a tavalyi év végére kiugróan magas termelékenységnövekedést eredményezett. Ennek köszönhetően a bérek gyors növekedése ellenére a fajlagos munkaköltségek reálértéke esett.

II-16. ábra

**Bérinfláció a versenyszektorban\***

(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



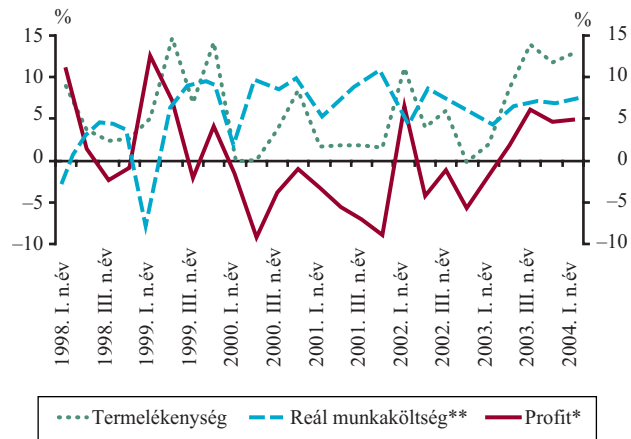
\* Az alapadatok forrása: KSH. Májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük. Szezonálisan igazított adatok.

A piaci szolgáltatások körében a vállalati konjunktúra erősödése és a belső kereslet magas szintje együttesen járult hozzá az ágazat hozzáadott értékének dinamikus növekedéséhez. Ennek ellenére az ágazat intenzív munkaerő-kereslete mindvégig gátat szabott a termelékenység számottevő növekedésének. Mi több, az ágazatban dolgozók létszámának 2004 elejétől egyre gyorsuló ütemű, a hozzáadott érték növekedését is

II-17. ábra

**Termelékenység, bérek és profit a feldolgozóiparban\***

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)

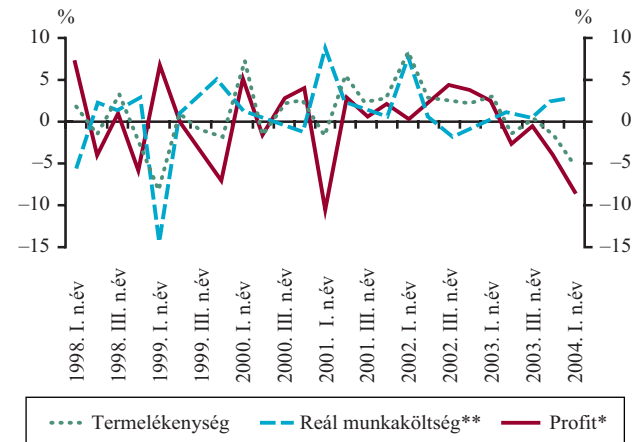


\* A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.  
\*\* Változatlan adótartamú iparcikk árindexszel deflálva.

II-18. ábra

**Termelékenység, bérek és profit\* a piaci szolgáltatások körében**

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



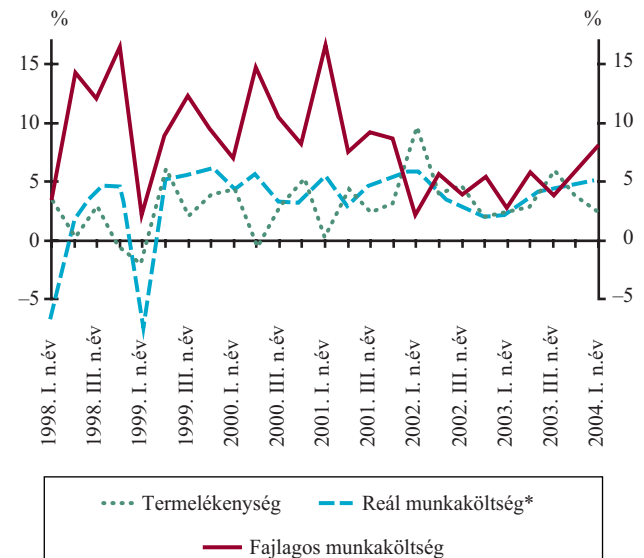
\*A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.  
\*\* Változatlan adótartamú szolgáltatási árakkal deflálva.

meghaladó bővülése az addig gyakorlatilag stagnáló termelékenység csökkenését eredményezte. A fokozott munkaerő-kereslet feltehetőleg munkakínálati oldalon mindvégig kapacitásszűkösségbe ütközött, ami a munkaadókat a bérek emelésére kényszerítette. A szolgáltatóvállalatok, kihasználva a továbbra is erőteljes fogyasztási keresletet és a javuló külső konjunktúrát, árai emelésével ellensúlyozták a dráguló munkaköltségeket. Ezzel együtt az idei év elején a fajlagos munkaköltségek növekedése elrugaszkodott a szolgáltatások nettó inflációjától, a mun-

II-19. ábra

**Termelékenység, bérek és fajlagos munkaköltségek a versenyszférában**

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



\* Változatlan adótartamú fogyasztóiár-indexszel deflálva.

kaerőn elért profit csökkenésének kitéve az ágazat vállalatait. Az év elején megfigyelt folyamatok azonban alighanem a vállalatok késleltetett alkalmazkodását tükrözik és így átmeneti jellegűek, különös te-

kintettel arra, hogy az év eleji kiugró mértékű létszámbővülése a szolgáltatás-szektor csupán egy-két ágazatára (a kereskedelem és ingatlanügyek/gazdasági szolgáltatások területére) korlátozódott.

## II. 3. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA

2004 második negyedévében a fogyasztóiár-index 7,3, míg a maginfláció 6,2 százalék volt, ami a fogyasztóiár-index esetében 0,5, míg a maginflációnál 0,2 százalékpontos emelkedést jelent az első negyedévhez képest. Összességében az első félévben az alapvető inflációs mutatószámok a két évvel korábbi fölé emelkedtek.

### II-2. táblázat

#### A fogyasztóiár-index és főbb tételei

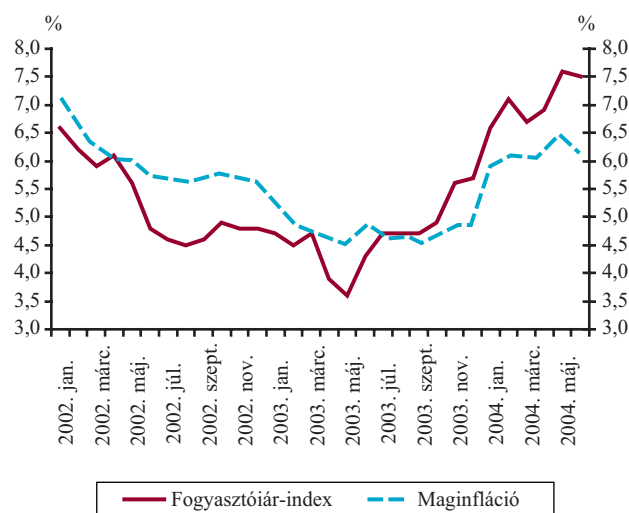
(változás az előző év azonos időszakához képest, %)

	2003. IV.	2004. I.	2004. II.
Maginfláció	4,8	6,0	6,2
Feldolgozatlan élelmiszerek	5,7	4,9	8,0
Járműüzemanyag és piaci energia	2,3	1,0	7,8
Szabályozott árak	7,8	11,7	10,1
Fogyasztóiár-index	5,4	6,8	7,3

### II-20. ábra

#### A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása

(előző év azonos időszakához képest)

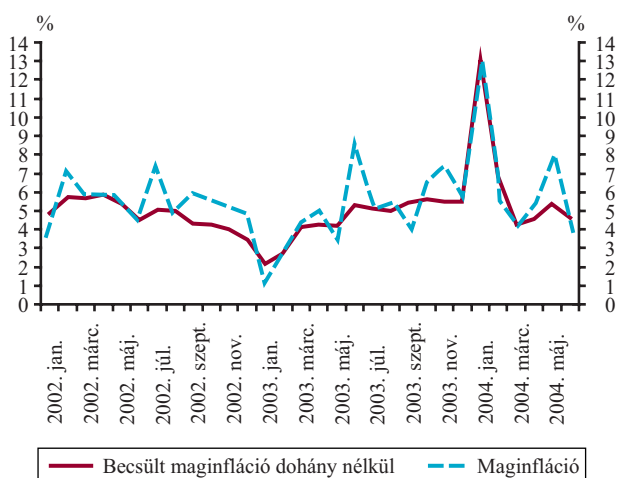


A jelenség hátterében alapvetően a 2004 eleji indirektadó-emelés (áfa, jövedéki és fogyasztási adó emelése) áll. Figyelemre méltó azonban, hogy az adóemelések elsődleges közvetlen hatásától megtisztított, ún. vál-

### II-21. ábra

#### Maginflációs mutatószámok alakulása

(szezonálisan igazított, évesített havi változás)



tozatlan adótartalmú index (VAI<sup>10</sup>) is emelkedett az elmúlt fél évben. A hosszabb távon is érvényesülő inflációs folyamatokat azonban minden bizonnyal ennél is jobban megragadja a változatlan adótartalmú maginfláció. Ez utóbbi inflációs mutatószám becslésünk szerint 2004 első negyedévében jelentősen, 0,6 százalékponttal emelkedett, a második negyedévben pedig kismértékben (0,3 százalékponttal) csökkent.

A nettó típusú inflációs mutatók elemzése fokozott óvatosságot igényel. Az indirekt adók emelésének közvetett hatásaként ugyanis – amint azt korábban többször is leírtuk – a nettó árak csökkenhetnek, hiszen a termelők a kereslet-kínálat helyzetétől függően rövid távon valószínűleg bizonyosan nem, míg hosszú távon nem feltétlenül hárítják át teljes egészében az adóemeléseket a fogyasztókra. Ez azt is jelenti, hogy a nettó inflációs mutatók a hagyományos értelemben nem tekinthetők „trendszerű” inflációs mutatóknak, hiszen nem azt mutatják, hogy mennyi lett volna az infláció ha nem lett volna indirektadó-emelés. Más szóval kizárólag az adóemelések közvetlen hatását szűrjük ki az indexekből, a közvetett másodlagos hatásokat nem.

<sup>10</sup> A változatlan adótartalmú index módszertani részleteiről l. a májusi jelentés VI. 5. fejezetét.



## II-3. táblázat

Inflációs mutatószámok alakulása az elmúlt időszakban (éves változás, %)

	Az indirektadó-változásokat					
	Tartalmazza			Nem tartalmazza (VAI)		
	2003. IV.	2004. I.	2004. II.	2003. IV.	2004. I.	2004. II.
Fogyasztóiár-index	5,4	6,8	7,3	4,9*	5,0	5,1
Maginfláció	4,8	6,0	6,2	4,3*	4,9*	4,6*

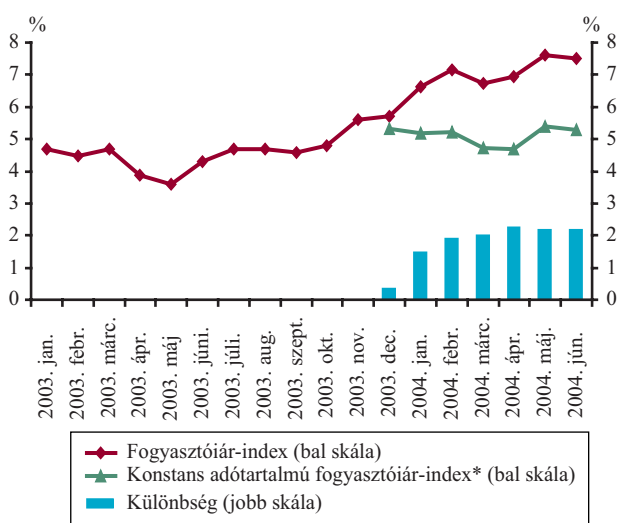
\* MNB-becslés.

Összességében mindez azt jelenti, hogy az elmúlt fél év fogyasztói-árindexének növekedését döntően az indirektadó-emelések okozták, ugyanakkor a gazdaság kereslet-kínálati folyamatai is hozzájárultak az infláció növekedéséhez. Ezen belül az első negyedévben elsősorban a maginflációba tartozó termékek és szolgáltatások, míg a második negyedévben a monetáris politika számára exogén tételek (feldolgozatlan élelmiszerek, járműüzemanyag) növelték az árindexet.

## II-22. ábra

A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú index (VAI) alakulása\*

(előző év azonos időszakához képest)



\* KSH-közlés.

Az elmúlt egy év jelentéseiben kiemeltük, hogy várakozásunk szerint 2004 közepén fordulat áll be az inflációs folyamatokban, mivel ettől kezdve a gazdasági folyamatok már nem eredményeznek növekvő inflációs nyomást.<sup>12</sup> Ezt megerősítik az első félév végének adatai.

A fentiekben bemutatott becslések alapján azt állíthatjuk, hogy ugyan 2004 első félévében a gazdaság kereslet-kínálati folyamatai összességében az infláció emelkedésének irányába hatottak, de a hosszú távon is releváns tendenciákat megragadó mutatók alapján az

inflációs nyomás a második negyedévben már nem fokozódott.

A 2004 első félévében a magasabb infláció irányába mutató tényezők közül kínálati oldalon kiemelendő a versenyszféra magas szintre emelkedő bér-, illetve munkaegységköltsége, az elmúlt év végén, illetve az idei év elején életbe léptetett energiaár-emelések és az ökoadó bevezetése. Ugyanakkor a mostani, a korábbiaknál erősebb forintárfolyam a tavalyi gyenge árfolyam késleltetett inflatorikus hatását ellensúlyozhatta, de néhány szektorban erősíthette is a dezinflációt.

A keresleti oldali folyamatok megítélése nem egyértelmű. Míg a félév elején a fogyasztás 2001–2003 közepe között jelentkező gyors növekedésének késleltetett inflációs hatása lehetett dominánsabb, addig az időszak második felében azt már ellensúlyozhatta a fogyasztás 2003 második felében megfigyelt lassulása. Mindezek a makrogazdasági folyamatok a különböző gazdasági szektorokat eltérően érintették.

Az iparcikkek inflációja a negyedéves növekedést tekintve a múlt év harmadik negyedétől kezdve (évesítve) a 2,0-2,5 százalékos közötti sávban stagnál. Ugyanakkor a tartós iparcikkek körében 2004 második negyedévében újra árcsökkenést mértek, ami egy évvel ezelőtt volt megfigyelhető utoljára. A jelenségben nagy valószínűséggel a korábbiaknál erősebb forintárfolyam is szerepet játszhatott.

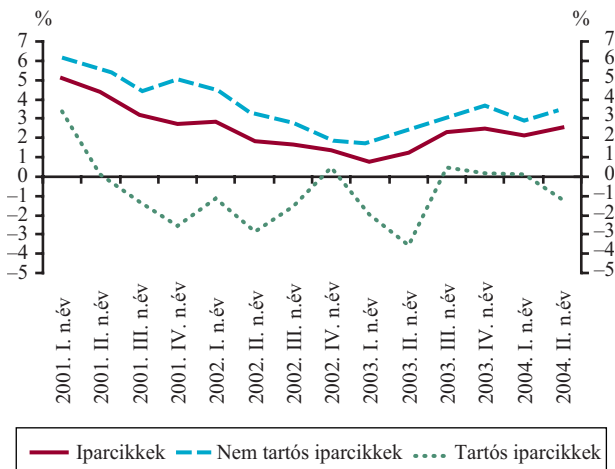
A termékkör dezinflációjának jelentőségét növeli, hogy az idetartozó új és használt személygépkocsik árindexe nőtt a második negyedévben, vélhetően részben a fogyasztási adó szerepét átvevő, de annál összességében (főleg a használt autók tekintetében) magasabb adóterhet jelentő regisztrációs adó bevezetése miatt. Mindemellett a – több szolgáltatás hozzáadott értéket tartalmazó – nem tartós iparcikkek körében 2004 első félévében nem csökkent az árindex. Azaz az erősebb árfolyam hatását ellensúlyozhatták a belföldi inflációs nyomást okozó folyamatok, amelyben a bérinflációnak lehetett döntő szerepe.

<sup>12</sup> Lásd például: *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2003. augusztus, 19. oldal; vagy 2004. május, 40–41. oldal.

II-23. ábra

**Az iparcikkek inflációja**

(szezónálisan igazított, évesített negyedéves változás)



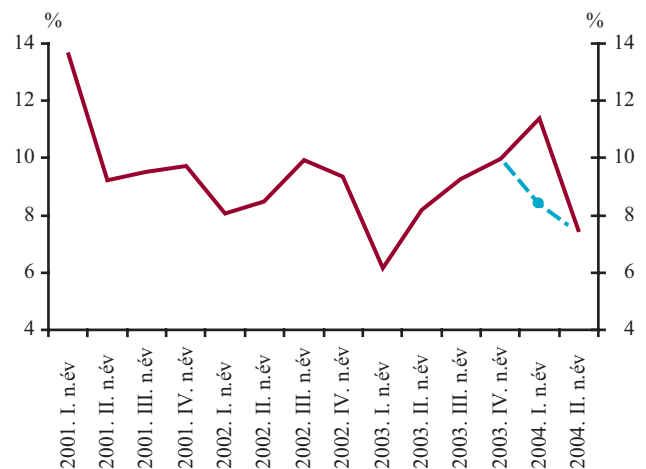
A piaci szolgáltatások inflációja 2004 első félévében a két negyedévet tekintve eltérően alakult: míg az első negyedévben az infláció nőtt, a másodikban csökkent. Az első negyedévi növekedést alapvetően az áfa-emelés okozta, de szerepet játszhattak benne más kínálat oldali sokkok, így a tavalyi év végi és az idei év eleji energiaár-emelések, illetve az energiaadó bevezetése is. Mindazonáltal a piaci szolgáltatások inflációjának növekedése elmaradt a fent felsorolt tényezők által valószínűsíthetőtől, azaz ezen szektor gazdasági szereplőinek nettó árai csökkenhettek, amely önmagában jövedelmezőségük romlását eredményezhette.<sup>13</sup>

A feldolgozott élelmiszerek inflációja az első negyedévben megugrott, amit alapvetően az év eleji áfa-emelés magyarázhat. Amennyiben az idősből kiszűrjük az adóemelés közvetlen hatását, úgy a szezónálisan kiigazított negyedéves adatok alapján megállapítható, hogy a feldolgozott élelmiszerek inflációja az elmúlt egy évben stabilan 5 százalék körül alakult. Mindazonáltal a második negyedéven belül határozott gyorsulás volt tapasztalható, amelyet döntően a cukor árának dinamikus emelkedése magyaráz. Ez utóbbit az EU-tagságból eredően nálunk is bevezetésre került garantált minimális felvásárlási ár okozta. Ugyanakkor az EU-tagságból eredő fokozott verseny máris jó néhány feldolgozott élelmiszertermék árcsökkenésében tetten érhető volt (elsősorban a tej, tejtermékek között), ennek mértéke azonban egyelőre nem volt jelentős.<sup>14</sup>

II-24. ábra

**A piaci szolgáltatások inflációja\***

(szezónálisan igazított, évesített negyedéves változás)



\* A szaggatott vonal az áfa-emelés közvetlen hatásától megtisztított árváltozásra vonatkozó becslésünket szemlélteti.

Az alkohol és a dohánytermékek árát az év eleji jövedékiadó-emelések jelentősen megemelték. Ugyanakkor a két szektor termelői eltérően reagáltak az adóemelésre: míg az alkoholdermékgyártók összességében teljesen, addig a dohánytermékgyártók csak részben hárították át azt a fogyasztókra. Számításaink szerint az alkoholdermékgyártók körében megvalósult adóemelés 2004 első félévében mintegy 0,2 százalékponttal emelte meg a teljes fogyasztóiár-indexet. A dohánytermékek körében korábban a nettó (termelői) árak mintegy 10 százalékos csökkenésének és az egységnyi jövedéki adó mintegy 30 százalékos emelkedésének eredményeképp mintegy 17 százalékos árnövekedéssel számoltunk, amelynek eddig mintegy kétharmada jelent meg a statisztikában.<sup>15</sup>

Az egyéb tételek – ahogy azt már jeleztük – az elmúlt fél évben jelentősen hozzájárultak a fogyasztóiár-index emelkedéséhez, azonban ebben is döntő szerepe volt az indirekt adók emelésének. Amennyiben eltekintünk az adóváltozások okozta többlet-áremelkedéstől, akkor azt mondhatjuk, hogy az exogén tételek 2004 első negyedévében lényegében semlegesek, a második negyedévben azonban egyértelműen inflatorikus hatásúak voltak.

<sup>13</sup> Itt említjük meg, hogy az M5-ös autópálya matricás rendszerbe való bevonása a piaci szolgáltatások árainak csökkenéseként jelentkezett: hónapról hónapra márciusban és áprilisban egyaránt a KSH adatai szerint. Ezt a hatást kiszűrve a piaci szolgáltatások évesített negyedéves növekedési üteme 2004 I. negyedévében 0,2, a II. negyedévben pedig 0,3 százalékponttal lenne magasabb.

<sup>14</sup> Az EU-csatlakozás élelmiszerárakat érintő várt árhatásáról lásd részletesen: Ferenczi-Jakab-Nagyné, Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Az EU-csatlakozás várható hatásai, MNB Háttér tanulmányok, 2002/1.

<sup>15</sup> A dohánytermékek körében a termelőiár-változás csak késéssel és fokozatosan jelenik meg a statisztikában, összhangban azzal, hogy maguk a megváltozott árú termékek is csak a korábbi készletek kifizetésével kerülnek ki a polcokra.



A *feldolgozatlan élelmiszerek* árai az idei év első negyedévében – a tavalyi év végi sokszerezű áremelkedést követően – csak kismértékben nőttek, az áremelkedés nem nyújtott fedezetet még az áfa-emelésre sem. Ezt követően azonban (május és június során) az árak ismét dinamikusabban növekedtek. Összehasonlítva a tavalyi év végi és az idén a második negyedévben bekövetkezett áremelkedés belső összetevőit, lényeges eltérést tapasztalunk. Míg a tavalyi áremelkedés alapvetően egy termékörhöz, a hazai, illetve importált gyümölcsökhöz köthető, addig az idei drágulás több terméket is érint, bár kétségtelenül a sertésárának – az EU-ban is tapasztalható – növekedése játssza a főszerepet.

A *jármű-üzemanyagok* az elmúlt negyedévben jelentősen hozzájárultak az infláció emelkedéséhez. Ennek hátterében a világpiaci kőolajárak emelkedése áll: míg egy hordó olaj az év elején mintegy 25 euróba került, a júniusi átlagár már elérte a 30 eurót. Az üzemanyagár-index emelkedését ezenkívül a tavalyi alacsony bázisárak is magyarázzák.<sup>16</sup>

A *szabályozott árak* emelkedése is lényeges meghatározója a fogyasztóiár-index 2004 első félévében tapasztalt emelkedésének, ez azonban döntően az áfa-emelésekhez köthető. Az adóemelések hatásától megtisztított indexek azt mutatják, hogy az idei év első negyedévében még folytatódott a szabályozott árak 2003 elejétől tapasztalt gyorsuló növekedése, de a második negyedévben ez a tendencia megtört. Emögött a gyógyszerek árának a korábbiaknál alacsonyabb szinten történő befagyasztása áll.

### II. 3. 1. AZ INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA

A gazdasági szereplők, illetve a professzionális előrejelzők meglehetősen eltérő véleményt alkottak az infláció várható alakulásáról. Az érzékelt infláció a májusi–júniusi inflációs csúcshoz megfelelően szinte valamennyi felmérés szerint emelkedett. Noha a piaci elemzők és kutatóintézetek jellemzően emelték inflációs várakozásaikat, a felmérések szerint a lakosság és a vállalatvezetők a korábbiaknál kedvezőbbnek ítélték meg az inflációs kilátásokat.

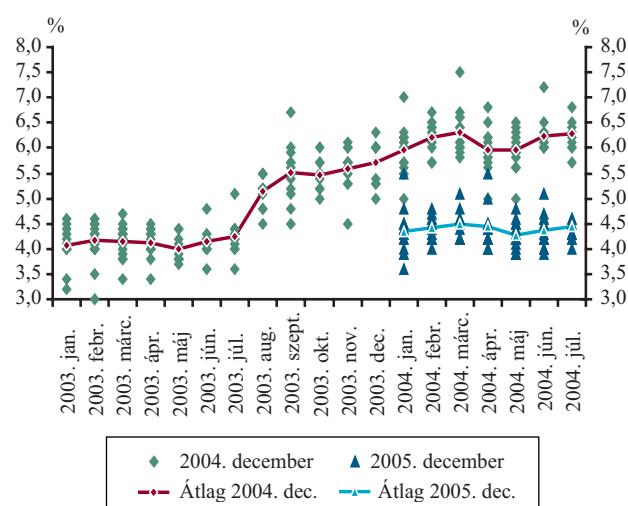
Az infláció májusi megugrása a legpesszimistább elemzők várakozásait is meghaladta. Az inflációs folyamat májusi, illetve júniusi információit felhasználva a piaci elemzők és a kutatóintézetek mind a 2004 végére (átlagosan mintegy 0,3 százalékponttal), mind a 2005 végére adott előrejelzéseiket (átlagosan közel 0,2 százalékponttal) felfelé korrigálták. A jelenlegi információk mellett a professzionális elemzők döntő többsége

a jegybank 2005 végére kitűzött célját elérhetőnek ítéli meg: várakozásaik szerint az infláció jövő decemberben a célként megjelölt sáv (4±1 százalék) felső tartományában alakulhat.

#### II-25. ábra

#### A Reuters-felmérésbeli elemzők inflációs előrejelzései 2004 illetve 2005 végére

(előző év azonos időszakához képest, százalékban)

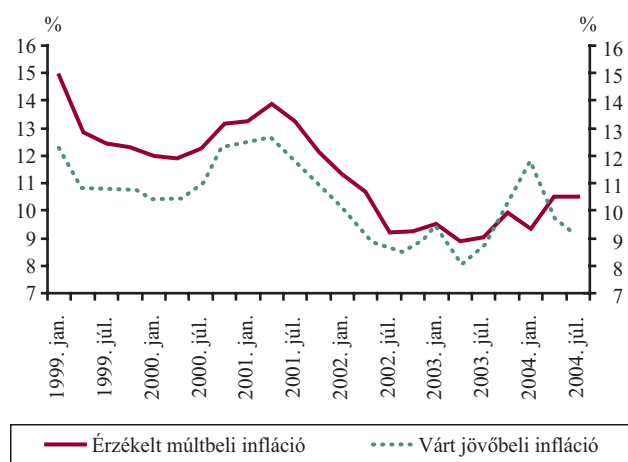


A korábbiaknál kedvezőbbnek ítélik meg a várható inflációs folyamatokat a TÁRKI felmérésében szereplő vállalatvezetők. Az elmúlt negyedévben az általuk érzékelt infláció mértéke nem emelkedett tovább – a ténylegesen meglóduló infláció ellenére –, míg a várt áremelkedésre adott válaszaik már a második felmérés óta fokozatosan mérséklődnek.<sup>17</sup>

#### II-26. ábra

#### A vállalatvezetők inflációs érzékelése, illetve várakozásai a TÁRKI felmérése alapján

(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)

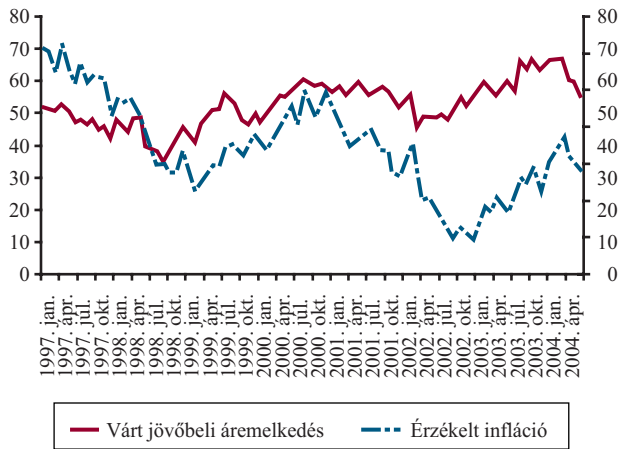


<sup>16</sup> A kormányzat által bevezetett és júniusban effektív járműüzemanyag jövedékiadó-csökkentése mintegy 1 százalékkal csökkentette júniusban a járműüzemanyagok árát.

<sup>17</sup> Hasonló dinamikát ír le a vállalatvezetők nominális bérek érzékelt és várható alakulására vonatkozó észlelése is.

**II-27. ábra**

**A GKI lakossági felmérésében az inflációval kapcsolatos kérdések megoszlásának alakulása**



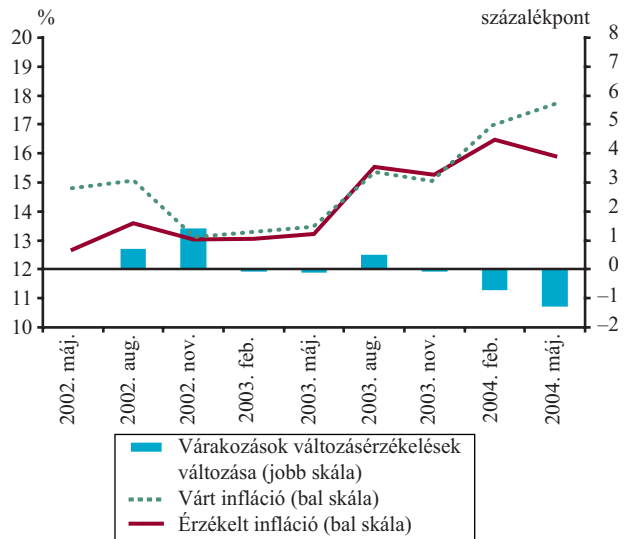
Míg a fogyasztóiár-emelkedés nagy valószínűséggel május–júniusban érte el ez évi maximális értékeit, addig a GKI felmérései szerint 2004 második negyedében fokozatosan javultak a lakosság inflációs érzékelései, illetve várakozásai.

Az inflációs várakozásokat illetően hasonló elmozdulásokat tapasztalhatunk – az áremelkedés szintjére is rákérdező – TÁRKI lakossági felmérésben is. Bár a tényleges infláció alakulásának megfelelően – a tavalyi év közepe óta – az érzékelt infláció szintje továbbra is emelkedik, ám a májusi felmérés adatai szerint az inflációs várakozások fokozatosan romló tendenciája megtörni látszik. A mérséklődés ellenére a következő 12 hónapra várt infláció mértéke még így is magasabb,

**II-28. ábra**

**A lakosság által érzékelt múltbeli illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint**

(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



mint az indirektadó-emelések bejelentését megelőző időszak jellemző értékei voltak.

Összességében a korábbi felmérésekhez képest a vállalati vezetők kevésbé módosítottak a várt inflációról alkotott véleményükön, így továbbra is az infláció mérséklődésére számítanak. Javulást mutatnak a lakossági inflációs felmérések is, ám ezen adatokat nehezebb értékelni. A professzionális elemzők – ellentétben a májusi jelentés idején tapasztalattal – ezúttal emelték mind rövid, mind pedig hosszabb távú inflációs prognózisukat.

### **III. INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK**



### III. 1. ELŐREJELZÉSÜNK ÁTTEKINTÉSE

Előrejelzési horizontunkon a júliusi változatlan monetáris kondíciók fennmaradása és egyéb feltevéseink teljesülése esetén az infláció fokozatos lassulásával számolunk. 2004 végén és 2005 elején igen markáns, majd fokozatos, mérsékelt dezinflációt prognosztizálunk. Összességében 2004 végére 6 százalék közeli szintre, míg 2005 végére 4-5 százalék közé várjuk az éves fogyasztóiár-indexet.<sup>18</sup>

Az éves fogyasztóiár-index 2004 második felében bekövetkező lassulása mögött jórészt bázishatás áll: a feldolgozatlan élelmiszerek és a regulált árak tavaly év végi magas árindexének bázisba való bekerülése a 2004 végi indexet, míg az indirektadó-emelések bázisból való kikerülése a 2005 első negyedévi indexet csökkenti számottevően.

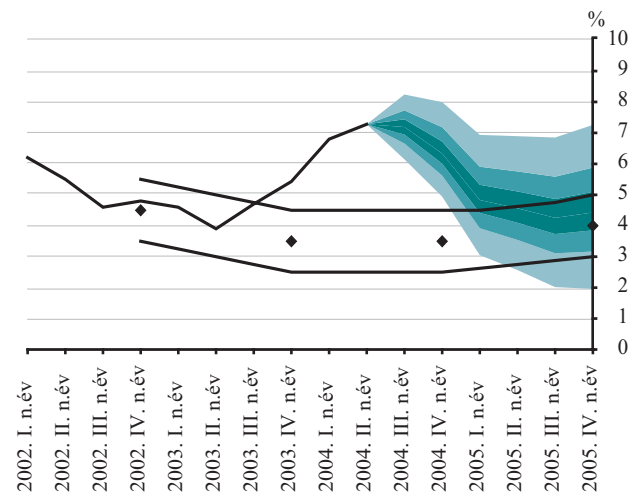
2005 első negyedévtől kezdődően azonban jórészt az adóhatások nélkül számított maginfláció lassulása vezeti az indexet. Költségoldalról a fajlagos bércöltségek mérséklődése járul hozzá elsősorban a dezinflációs trendhez, amit némileg tompít a kibocsátási rés fokozatos tágulása, emelve a keresleti oldali inflációs nyomást. A maginfláció mérséklődésén túl a teljes fogyasztóiár-index csökkenéséhez járulhat hozzá a feldolgozatlan élelmiszerek árának mérsékelt, illetve az üzemanyagárak fokozatosan lassuló növekedése is.

Az inflációs előrejelzésünk kockázati tényezői közül fontosnak tartjuk kiemelni a versenyszféra béreinek, a fiskális politikának, a lakossági fogyasztás, a feldolgozatlan élelmiszerek és az olajárak várható alakulásának bizonytalanságát. Ezek együttesen rajzolják meg az infláció lehetséges jövőbeni értékeinek eloszlását, azaz a legyezőábrát.

A bizonytalansági eloszlást meghatározó kockázati tényezők időbeli lefutását tekintve megállapítható, hogy 2004-ben elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek és az olajárak várható alakulása a legfőbb bizonytalanság forrása, míg 2005-ben a fentieknél jóval nagyobb bizonytalanság forrása a fiskális politika várható alakulása.

III-1. ábra

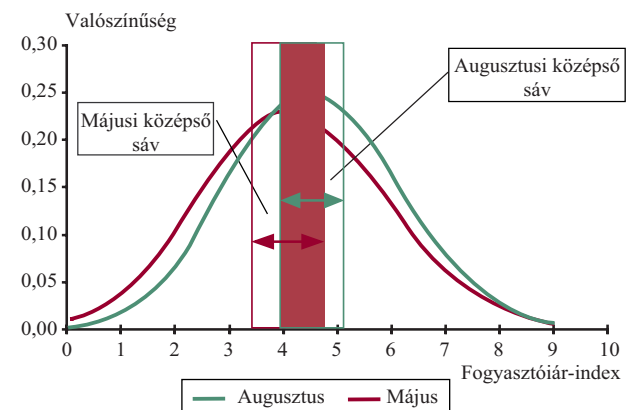
#### Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\*



\* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint módust) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. Az év végi pontok a meghirdetett inflációs célok értékét, a két vonal a célokhoz rendelt  $\pm 1$  százalékos tolerancia-sávot mutatja.

III-2. ábra

#### A bizonytalansági eloszlás 2005 negyedik negyedévi metszete az augusztusi és a májusi előrejelzésünk szerint



<sup>18</sup> Előrejelzésünk itt nem részletezett technikai jellemzőiről, így a feltevésekről és a májusi jelentéshez vett elmozdulásról részletesebben I. a IV. 2. fejezetet.

Össességében megállapítható, hogy májushoz képest – főként a monetáris politika szempontjából releváns, hosszabb horizonton – inflációs prognózisunk emelkedett. Míg májusban legnagyobb valószínűség-

gel a meghirdetett célsáv közepén láttuk a 2005 végi infláció várható alakulását, jelenlegi előrejelzésünk szerint az árnövekedés mértéke legnagyobb eséllyel a célsáv felső tartományában helyezkedik majd el.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Előrejelzésünk lezárása után publikálta a KSH a 2004. július hónapra vonatkozó fogyasztóiár-index adatot (7,2 százalék), ami gyakorlatilag megfelelt várakozásainknak, így megerősíti az elemzésben felvázolt pályát.

## III. 2. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS FOLYAMAT ÉS MEGHATÁROZÓI AZ ALAPPÁLYÁBAN

Az alappályában bemutatott előrejelzésünk a korábbi gyakorlatunknak megfelelően feltételes. Augusztusi jelentésünkben – előrejelzési szabályainknak megfelelően – a júliusi átlagos forint–euró (249,8), ill. euró–dollár (1,23) árfolyam és jegybanki kamat (11,5%) fennmaradásával számolunk teljes előrejelzési horizontunkon. Az olajáraknál a júliusi futures pálya szerint az olajárak jelenlegi magas színtről (közel 40 dollár/hordó) való fokozatos csökkenését (2005 végére mintegy 35 dollár/hordó) tételezzük fel.

2005-re elfogadott költségvetés hiányában a korábbi szabályunkat alkalmazzunk, mely szerint a kormány konvergenciaprogramja alapján a hiány félszázalékos csökkenését feltételezzük az előző évhez képest.

### III. 2. 1. A KONJUNKTÚRA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Előrejelzési horizontunkon *exportpiacaink további dinamikus bővülésével* számolunk. Bár a historikusan magas olajárak tartós fennmaradása esetén nő a kockázata a növekedés lassulásának, a legfrissebb tényadatok és az európai bizalmi indexek egyelőre a fellendülés tartósságára utalnak. A 2004-ről 2005-re bekövetkező gyorsulás jórészt bázishatások eredménye, az elkövetkező két évben stabil – a 2001-ben kezdődő recesszió előtti időszakra jellemző – növekedési ütemmel számolunk.

A kedvező külső konjunkturális feltételek az export-szektor számára is dinamikus növekedési lehetőséget jelentenek. Prognózisunkban azzal számolunk, hogy a hazai exportörök *külpiazi részesedése* – bár a korábbi

### III-2. táblázat

#### A külső kereslet várható alakulása\*

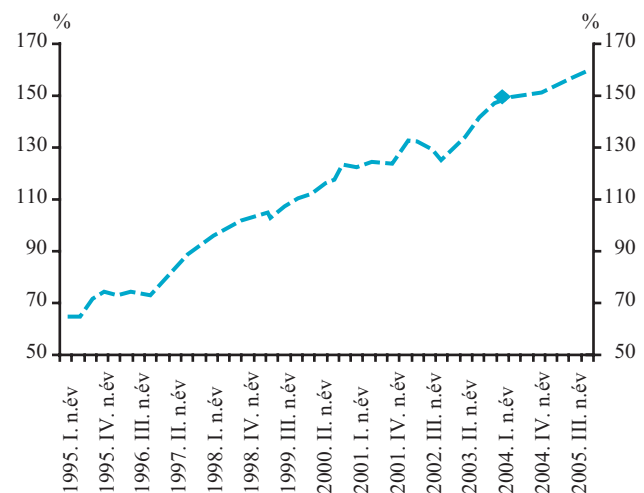
	Importalapú	GDP-alapú
2003	2,6	0,6
2004	4,7	1,9
2005	5,9	2,2

\* Az export külkereskedelmi szerkezetével súlyozva.

évek tendenciájától némileg elmaradó mértékben, de továbbra is – *dinamikusan emelkedik*. A bővülő piaci részesedés jórészt a korábbi évek külkereskedelmi in-

### III-3. ábra

#### A külpiazi részesedés várható alakulása\*



\* Áruexport volumenindexe/import alapú külső kereslet volumenindexe, 1998=100.

### III-1. táblázat

#### Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink

	2002	2003	2004	2005
	tény		feltevés	
A normatív fiskális szigorítás mértéke 2005-ben (százalékpont a GDP arányában)	n. a.		0,5	
Forint/euró árfolyam (forint)*	242,9	253,5	253,0	249,8
Dollár/euró árfolyam (cent)*	94,5	113,1	122,7	122,7
Brent olajár (dollár/hordó)**	25,0	28,9	36,1	36,2

\* Éves átlag a rögzített júliusi átlag alapján.

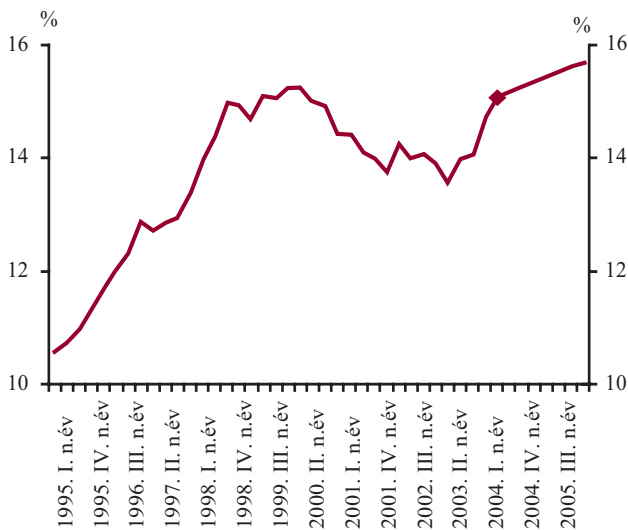
\*\* A júliusi határidős olajárak alapján számított pálya (IPE tőzsde).

tegrációjának felerősödésével magyarázható, ugyanakkor az elmúlt negyedévekben, a feldolgozóiparban bekövetkezett fajlagos bérköltség alapú reálleértékelődés is ráerősíthet a folyamatra.

A kedvező értékesítési lehetőségek a vállalati szektort *beruházásra* ösztönzik, amit tovább erősít, hogy az elmúlt három év során megdrágult munkaerőt a vállalatok növekvő mértékben igyekeznek tőkével helyettesíteni. A fenti tényezők következtében előrejelzésünkben a vállalati beruházási hányad fokozatos emelkedését valószínűsítjük, bár nem számítunk arra, hogy az elmúlt időszakban bekövetkezett – az előző üzleti ciklus felfutó szakaszában is tapasztalt – kiugró mértékű tőkebővítés folytatódik. Értékelésünk szerint ugyanis – az export esetéhez hasonlóan – a 1996–1999 folyamán tapasztalt beruházásélénkülés jó része átmeneti, relokációs tényezőkkel volt magyarázható, amelyek tartós fennmaradásával most nem számolunk.

**III-4. ábra**

**A vállalati beruházási hányad alakulása\***



\* Vállalati beruházás/ GDP aránnyal közelítve.

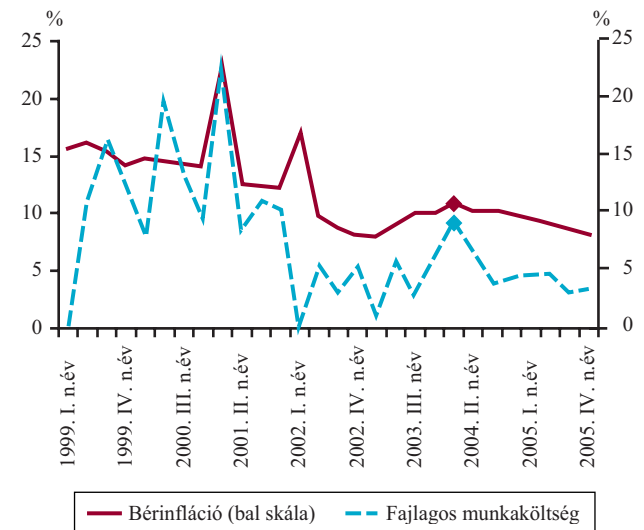
A kedvező külső konjunkturális feltételek a vállalatok *munkaerő-keresletére* is élénkítőleg hatnak, értékelésünk szerint azonban a létszám dinamikus bővülésének több tényező is útját állja. Egyrészt a korábban már említett, elmúlt időszakban bekövetkezett magas bérinfláció a munkaköltségek emelkedéséhez vezetett, ami a vállalatok jó részét tőke-munka helyettesítésre ösztönözi. Ez a feldolgozóipari szektorokban legjellemzőbb tendencia másik folyamánya azonban, hogy a kibővített kapacitások jó részének üzemeltetéséhez nem áll rendelkezésre elegendő mennyiségben

a szakképzett munkaerő. Mint azt a munkapiaci tényidőszak elemzésénél már említettük, a strukturális munkaerőhiány miatt a bérinflációra fokozatos nyomás nehezedhet a jövőben. Ennek következtében, bár aggregált szinten látszólag nem mutatható ki szükség a munkapiacra, a vállalati szektor növekedése, várakozásaink szerint, a korábbiaknál mérsékeltébb létszám-bővüléssel társul és a strukturális szükségességek miatt a bérekre fokozatos nyomás nehezedik.

Előrejelzési horizontunkon a versenyszférában ezért a *bérinfláció* mérsékelt lassulásával számolunk, a foglalkoztatás lassú bővülése mellett. Ugyanakkor a bérinfláció tavalyi év végén, idei év elején bekövetkezett gyorsulásának következtében az éves átlagos index a bérinfláció fokozatos lassulása ellenére idén várhatóan magasabb lesz, mint tavaly. Ennek jele az, hogy az első öt hónap KSH-tényadatai alapján a versenyszféra béremelkedése már némileg 10 százalék felett volt, s ez olyan mértékben meghatározza az éves folyamatokat, hogy a negyedéves bérnövekedés mérséklődése ellenére sem számíthatunk jelentősen alacsonyabb éves indexre.<sup>20</sup> Így a versenyszférában a tavalyi közel 9 százalékos éves átlagos bérnövekedés után idén 10 százalék, jövőre pedig ismét 9 százalék körüli bérinflációt várunk.

**III-5. ábra**

**Bérinfláció és fajlagos bérköltség a versenyszférában\***



\*Évesített negyedéves növekedési ütemek, feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

A fenti bérpályánál összességében azzal számolunk, hogy a reálmunkaköltség a versenyszférában 2004–

<sup>20</sup> Rövid távú előrejelzésünket a KSH azon, július 16-án közzölt információjára alapoztuk, mely szerint számos vállalkozás 2004 májusáról márciusára hozta előre a prémium kifizetését; 1. a IV. 2. fejezetbeli keretes írást.



2005 évek átlagában a termelékenységgel azonos ütemben bővül.

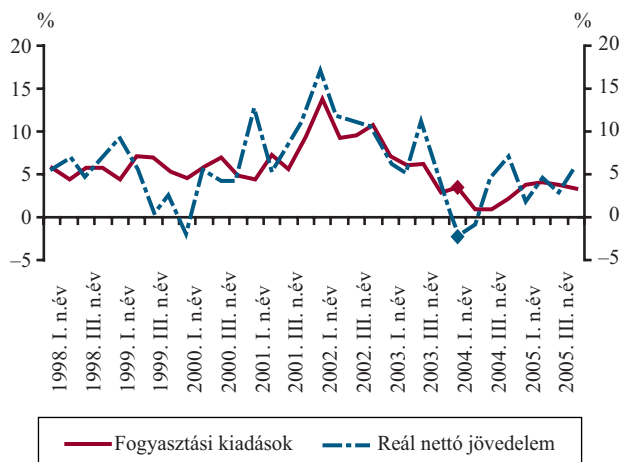
A versenyszféráénál alacsonyabb bértömeg-növekedéssel számolunk az állami szektorban, ahol a normatív költségvetési pálya alapján a létszám mérséklődését, és a bérek versenyszféráénál alacsonyabb emelkedését valószínűsítjük.

A lakosság rendelkezésre álló jövedelme idén viszonylag mérsékeltten bővül, hiszen az infláció 2004-es emelkedése a béremelés jó részét elinflálja az elmúlt évek dinamikus reálbér-növekedéséhez képest. A reáljövedelem-növekedés némi gyorsulására számítunk 2005-ben, hiszen az infláció markánsan lassul az előző évhez képest, amit csak részben követ a nominális bérnövekedés mérséklődése.

Ennek következtében a lakossági fogyasztás növekedési üteme az elkövetkező években a 2003-as dinamika felére-harmadára esik vissza: 2004-ben 2,2 százalékra, míg 2005-ben 2,5 százalék körül várjuk a lakossági fogyasztás bővülésének ütemét. A lakossági beruházási aktivitásában is fokozatos lassulásra számítunk, a tavaly év végi szabályozóváltozás következtében. 2004 folyamán azonban még jelentős determinációt jelentenek a már korábban kiadott építési engedélyek és a megkezdett építések hatásai, aminek következtében számottevő mérséklődésre csak 2004 végétől számítunk. A szektor megtakarítási hajlandósága az elmúlt évek kiugróan alacsony értékéhez képest várhatóan fokozatosan emelkedik – elsősorban a beruházások visszafogása miatt –, így a nettó pénzügyi megtakarítási ráta<sup>21</sup> fokozatos emelkedését prognosztizáljuk.

III-6. ábra

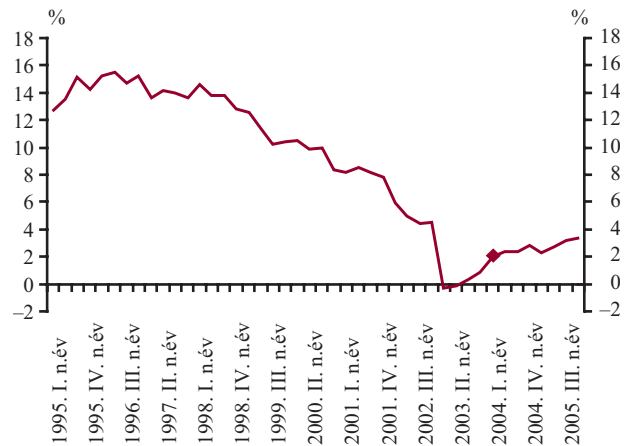
A lakosság fogyasztási kiadása és rendelkezésre álló jövedelme reálértéken\*



\*Szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedési ütemek.

III-7. ábra

A lakosság nettó pénzügyi megtakarítási rátája\*



\* Nettó pénzügyi megtakarítási ráta = (pénzügy-megtakarítás-hitel felvétel)/rendelkezésre álló jövedelem aránya.

Az állami szektor a konjunktúrára az idei évben jelentősen visszafogóan hat, hiszen a költségvetési hiány kiigazításaként a keresletszűkítés 2004-ben a GDP másfél százalékánál is több lehet. Mint azt a korábbiakban már említettük, a következő évre a normatív fiskális pálya alapján félszázalékos hiánycsökkenést feltételezünk (a keresletszűkítés mértéke azonban ennél kisebb, hiszen az egyenleg javulásához a kamat egyenleg csökkenése is hozzájárulhat). Így összességében 2005 folyamán az állam hatása a konjunktúrára viszonylag mérsékelt marad.<sup>22</sup>

A fenti folyamatok következtében idén a gazdaság bővülésének gyorsulásával számolunk, a növekedést idén 3,8 százalékra becsüljük. A gyorsulás jórészt a nemzetgazdasági beruházások felfutásából adódik, a 2003-as 3 százalék után idén jóval 10 százalék feletti éves átlagos beruházási indexre számítunk. Mint említettük a konjunktúra felívelésével a vállalati beruházások igen dinamikus módon bővülnek az idén, a lakossági beruházások lassulása is inkább az év vége felé kezd érzékelhetővé válni, az állami beruházások visszafogása pedig szintén fokozatosan bontakozik ki. Bár a kedvező külső konjunktúra miatt az exportdinamika is számottevően emelkedik, a dinamikus beruházási tevékenység importvonzata miatt a nettó export idén enyhén negatívan járul majd hozzá a növekedéshez.

2005-ben a növekedés stabilizálódásával számolunk, 3,6 százalékos bővülést prognosztizálunk. Bár a vállalati beruházási ráta előrejelzési horizontunkon is folyamatosan emelkedik a 2003. év végi, 2004. év eleji kiugró adatok bázisból való kikerülésével az éves vállalati beruházás szám jóval alacsonyabb lesz. A lakossági beruházási ütem visszaesése, ill. az állami beruházá-

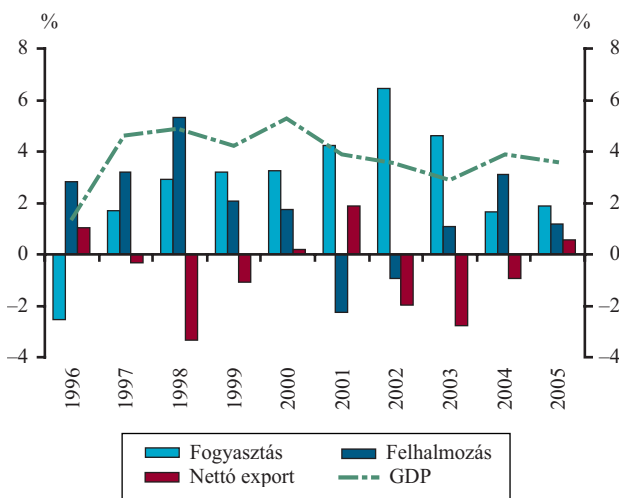
<sup>21</sup> Nettó pénzügyi megtakarítási ráta = (pénzügy-megtakarítás-hitel felvétel)/rendelkezésre álló jövedelem.

<sup>22</sup> Az államháztartáshiány-mutatók részletes elemzését l. a IV. 3. fejezetben.

sok visszafogása tovább erősíti a nemzetgazdasági beruházások lassuló tendenciáját. Mindezek következtében a 2004-es két számjegyű beruházási szám után 2005-ben közel négy százalékos bővülést valószínűsítünk. Ennek ugyanakkor némileg ellene hat a fogyasztás enyhe gyorsulása, ami a reáljövedelmek korábbiaknál gyorsabb bővülésével magyarázható. Serkenti a növekedést a nettó export is, ami ekkor már várhatóan pozitívan járul hozzá a GDP bővüléséhez.

III-8. ábra

A GDP-növekedés és annak tényezői\*



\* Változás az előző évhez képest. Az oszlopok az egyes tételek növekedéshez való hozzájárulását mutatják. A fogyasztás, felhalmozás és a nettó export összege így számszerűleg kiadja a GDP növekedését.

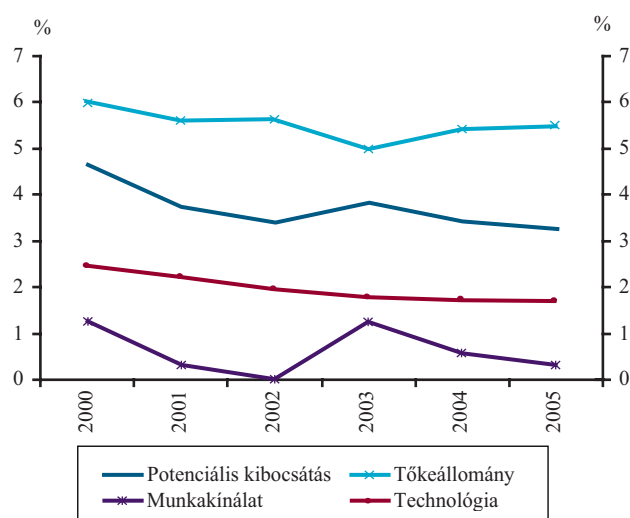
A fenti feltételek mellett arra számítunk, hogy a jelentős beruházási aktivitás miatt a külső egyensúly hiánya idén alig mérséklődik. 2005-ben a beruházások lassulásával a külső egyensúly hiánya is határozottabban csökken majd.<sup>23</sup>

III. 2. 2. KAPACITÁSOK ÉS KIBOCSÁTÁSI RÉSZ

Az infláció és a hosszabb távú gazdasági növekedés várható alakulásának értékelésénél elengedhetetlen a

III-9. ábra

A potenciális kibocsátás és meghatározói\*



\*Változás az előző évhez képest, %.

III-3. táblázat

Konjunktúraprognoziszunk lényegi elemei az alappályában

	2003	2004	2005
<b>Növekedés</b>			
Lakossági fogyasztás	6,5	2,2	2,5
Állóeszköz-felhalmozás	3,0	11,4	3,9
Belföldi felhasználás	5,5	4,4	2,8
Export	7,2	12,2	9,5
Import	10,3	12,3	8,2
GDP	2,9	3,8	3,6
<b>Államháztartás</b>			
Keresleti hatás*	-0,1	-1,7	-0,3
<b>Lakosság</b>			
Lakossági reáljövedelem**	8,1	2,5	3,6
<b>Munkapiac</b>			
Bérinfláció (nemzetgazdaság)	10,9	9,5	8,5
Létszám (nemzetgazdaság)	1,2	0,5	0,2
Fajlagos munkaköltség (versenyszféra)***	4,4	5,9	4,8

\* Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása, korrigálva a magán-nyugdíjpénztári befizetések változásával.

\*\*A nettó lakossági reáljövedelmet a nettó keresettőmeg és a pénzügyi társadalmi juttatások összegével közelítjük.

\*\*\* A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

<sup>23</sup> A külső egyensúly elemzését részletesed I. a IV. 4. fejezetben.

**III-1. keretes írás****A potenciális kibocsátás és a kibocsátási rést**

Egy gazdaság termelési kapacitását az ún. potenciális GDP-vel szoktuk jellemezni. A kibocsátási rést (output gap) pedig általában a tényleges és a potenciális GDP (szintjének) százalékos eltéréseként definiálhatjuk. Ez utóbbi tehát azt mutatja meg, hogy a gazdaság jelenlegi bővülése hogyan viszonyul a kapacitásokhoz.

A potenciális GDP alatt a szakirodalom több fogalmat is ért. Az ún. termelési függvény alapú felfogás szerint a potenciális kibocsátás azt mutatja meg, hogy adott technológia, munkakínálat és tőkeállomány mellett mekkora termelés valósulhat meg. Ehhez legtöbbször egy (becsült) termelési függvényből indulnak ki, amelybe behelyettesítve a tőkeállományt és a (potenciális) munkakínálatot<sup>24</sup> kapjuk meg a potenciális GDP-t.<sup>25</sup>

Egy másik megközelítésben a potenciális GDP, annak – nem feltétlenül lineáris – trendjével jellemezhető. Emögött az a feltételezés áll, hogy a gazdaság termelése hosszú távon a trend körül ingadozik, a potenciális termelés tehát az idősorban rejlő hosszú távú pályával írható le.<sup>26</sup> Az ilyen módon definiált potenciális kibocsátást idősoros technikákkal lehet megbecsülni.

A harmadik gyakran használatos megközelítés szerint a potenciális kibocsátás az a jövedelmi szint, ami akkor valósulna meg, ha mind az árak, mind a bérek rugalmasan alkalmazkodnának, és nem lennének ragadóságok. A tényleges és a rugalmas ár/bér mellett megvalósuló GDP közötti különbség pedig ár-és/vagy bérinflációs nyomásként jelentkezik.

Látható, hogy a három megközelítés más-más tulajdonságait emeli ki egy gazdaság „potenciáljának”. A termelési függvényes megközelítés a termelési lehetőségekből, a rugalmas ár melletti kibocsátás pedig az inflációs nyomás szempontjából indul ki. Az idősoros technikákkal képzett potenciális GDP pedig a gazdaságok ciklikus tulajdonságaira épít.

A három módszerben vannak közös vonások is: például a rugalmas árak mellett megvalósuló potenciális GDP felfogásához hasonló az, hogy a termelési függvényes módszerekben nem az aktuális, hanem az ún. természetes munkanélküliség melletti munkakínálatot szerepeltetjük.

Az MNB előrejelzési gyakorlatában (a negyedéves előrejelző modellben) a termelési függvény alapú potenciális kibocsátást számítjuk. Itt egy ún. konstans helyettesítési rugalmassági (Constant Elasticity of Substitution – CES) termelési függvényt használunk. A tőke és munka közötti helyettesítési paramétert a munkakeresleti függvényből becsültük (lévén adott termelési függvényből levezethető a profitmaximum melletti optimális munka- és tőkekereslet is). A termelési függvényben emellett szerepel a (demográfiai tényezők által adott) aktív munkaerő állománya, korrigálva a munkanélküliség természetes rátájával (NAIRU), mely utóbbit idősoros technikákkal becsültük meg. A tőkeállomány (általunk számított) változója pedig a privát és az állami szektor tőkeállományának összege.<sup>28</sup> A technológiai fejlődést munkakibővítő technológiai fejlődésként értelmezzük, amelynek múltra vett értékét a nemzeti számlák jövedelmi részesedései alapján becsültük meg.

gazdaság termelőkapacitásainak számbavétele, a potenciális kibocsátás számszerűsítése.

Számításaink szerint az elkövetkezendő időszakban a potenciális kibocsátás évente mintegy 3-4 százalék között bővül. Emögött egyrészt – a korábban már említett – vállalati beruházások dinamikus bővülése áll, ami a tőkeállomány emelésén keresztül növeli a gazdaság termelőkapacitását. A munkaerő oldaláról az aktív népesség lassú bővülésével számolunk, s mivel a munkanélküliség egyensúlyi szintjére vonatkozó becslésünk nem változik az előrejelzési horizonton, az ak-

tív népesség bővülési üteme a munkaerő-kapacitás bővülését is meghatározza. Az egyéb tényezőknek nincs számottevő hatása a potenciális GDP lefutására, előrejelzési horizontunkon – a gazdasági felzárkózással összefüggésben – a technológiai fejlődés ütemének enyhén lassuló, a fejlett országokhoz közeledő – bővülésével számolunk.

A potenciális növekedésre adott becslésünket a konjunktúrára adott előrejelzésünkkel összevetve megállapítható, hogy az aktuális GDP 2004-ben jobban, 2005-ben pedig a potenciális kibocsátás növekedése körül

<sup>24</sup> A „potenciális munkakínálat” alatt azt a munkakínálatot értjük, amikor a munkanélküliségi ráta az ún. természetes szintjén lenne.

<sup>25</sup> A negyedéves előrejelző modellben szereplő termelési függvény leírását I. Jakab, M. Z. et al. (2004) „The Hungarian Quarterly Projection Model (N.E.M.) – Non-technical summary”, MNB, [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu). Cobb–Douglas termelési függvényt kalibrált a magyar gazdaságra Darvas Zs. és Simon A. (1999) „A növekedés makrogazdasági feltételei – Gazdaságpolitikai alternatívák”, MNB Füzetek, 1999/3.

<sup>26</sup> A magyar gazdaságra ilyen módszerrel készített becslést például Darvas Zs. és Vadas G. (2003) „Univariate Potential Output Estimations for Hungary”, MNB Füzetek, 2003/8. és Darvas Zs. és Simon A. (2000) „A potenciális kibocsátás becslése a gazdaság nyitottságának felhasználásával”, MNB Füzetek, 2000/9.

<sup>27</sup> A becslésről részletesebben I. Pula G. (2003) „A tőkeállomány becslése Magyarországon a PIM-módszerrel. Módszertani leírás és eredmények”, MNB Füzetek, 2003/7.

bővül. Mivel becslésünk szerint 2003-ban az aktuális GDP szintje némileg alatta lehetett a potenciálisnak, a kibocsátási rés a jelenlegi enyhén negatív pozícióból fokozatosan pozitívba vált, hosszabb távon emelve a kereslet oldali inflációs nyomást.

### III. 2. 3. A VÁRHATÓ INFLÁCIÓS PÁLYA RÉSZLETEI AZ ALAPPÁLYÁBAN

A korábban bemutatott *alapfeltevéseink* érvényessége esetén a *fogyasztóiár-index* 2004 végére 6,1 százalékra lassul, míg 2005 végére 4,4 százalékra számítunk. 2004 végi lassulást alapvetően nem a maginfláció, hanem a regulált és a feldolgozatlan élelmiszer termékkörökben a tavaly évi jelentős áremelkedések bázisba való bekerülésének technikai hatása vezérli. Ezzel szemben 2004 folyamán a maginfláció számottevő mérséklődésére már nem számítunk. Egyrészt ugyanis a következő félévi folyamatok az árak változásának rövid távú tehetetlensége alapján már jórészt adóttak, másrészt a gazdaság kereslet-kínálat oldali folyamataiban sem számítunk jelentős elmozdulásokra az elkövetkező két negyedévben.

Várakozásaink szerint 2005 első negyedévében a fogyasztóiár-index és a maginfláció is jelentős mértékben lassul, mivel az *indirektadó-emelések* közvetlen hatása kikerül az éves indexből. 2005 folyamán továbbra is fokozatos, bár mérsékelt deflációval számolunk. A deflációt elsősorban a *maginfláció* mérséklése vezérli, amit költségoldalról a nominális fajlagos bérköltségek mérséklődése okoz. Ezzel egyidejűleg keresleti oldalról a kibocsátási rés emelkedése némileg a defláció ellen hat. A deflációt támogatja az olajárak alapfeltevéseink szerinti mérséklődése is, amely egyrészt közvetlenül a *járműüzemanyag* tétel indexét, másrészt közvetve az általános költségoldali inflációs nyomást mérsékli.

Agrárgazdasági szakértőkkel konzultálva, a *feldolgozatlan élelmiszereknél* a jelenlegi szinthez képest fokozatos árcsökkenésre számítunk, ami technikailag fokozatosan mérséklődő, majd negatív, ill. stagnáló éves indexeket jelent.

#### III-4. táblázat

### A fogyasztóiár-index és tényezői az alappályában

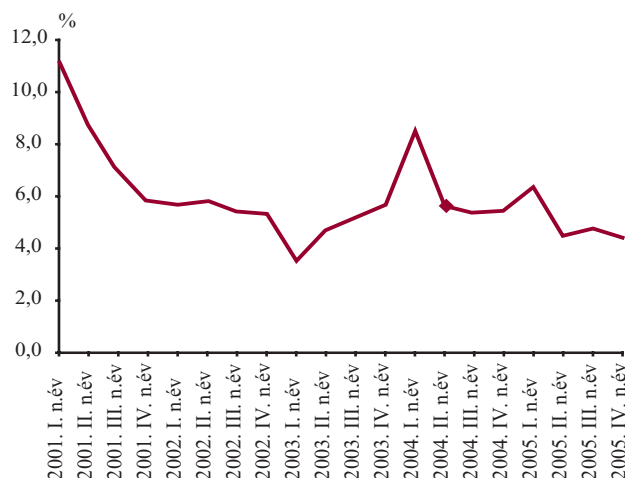
	2004					2005				
	Tény		Előrejelzés			Előrejelzés				
	I.	II.	III.	IV.	dec.	I.	II.	III.	IV.	dec.
Fogyasztóiár-index	6,8	7,3	7,1	6,4	6,1	4,8	4,6	4,3	4,4	4,4
Maginfláció*	6,0	6,2	6,3	6,1	6,0	5,6	5,3	5,2	4,9	4,7
Feldolgozatlan élelmiszerek	4,9	8,0	12,1	3,5	0,8	-0,5	-1,4	-4,7	-1,3	1,5
Járműüzemanyag és piaci energia	1,0	7,8	7,8	8,8	7,6	5,3	2,8	1,9	1,6	1,3
Regulált árak	11,7	10,1	8,5	7,6	7,5	3,8	4,7	5,4	5,5	5,5

\*Az általunk vizsgált mutató módszertani okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal. Részletesebb megjegyzést I. a IV. 2. 1. fejezetben.

<sup>28</sup> Előrejelzési szabályainkból következően azoknál a tételeknél, ahol nem rendelkezünk részletes információkkal a regulált árak alakulására vonatkozóan, azt az általunk becsült historikus összefüggést használjuk, mely szerint a tételek árai a maginfláció 1,3-szorosával emelkednek.

#### III-10. ábra

### A maginfláció várható alakulása\*



\* Évesített negyedéves növekedési ütemek.

A *regulált áraknál* az előző évnél jóval lassabb emelkedést prognosztizálunk 2005 folyamán, elsősorban azért, mert a támogatott gyógyszerek és a telefonárak változtatásával számolunk előrejelzési horizontunkon.<sup>28</sup>

Alap-előrejelzésünk szerint a *változatlan adótartalmú index* (VAI) 2004 és 2005 vége között alig csökken, ami jól mutatja, hogy a teljes fogyasztóiár-index szintjén bekövetkező 2 százalékpontnyi mérséklődés döntő részét az indirektadó-emelések bázisból való kikerülése magyarázza.

#### III-5. táblázat

### A fogyasztóiár-index és az ún. változatlan adótartalmú árindex alakulása az alap-előrejelzésben\*

	2004. IV. negyedév	2005. IV. negyedév
Fogyasztóiár-index	6,4	4,4
Változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index	4,3	4,1

\* Változás az előző év azonos időszakához képest, %.

## **IV. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK**



## IV. 1. VÁLTOZÁS A JELENTÉS SZERKEZETÉBEN

Augusztustól a jelentést új, a korábbiaktól eltérő szerkezetben publikáljuk. A változás a Monetáris Tanács jóváhagyásával történik. Az új szerkezetű jelentést az eddigi magyar gyakorlat tanulságai, más – az inflációs célkitűzés rendszerét alkalmazó – jegybankok tapasztalatai, és egy – a jegybanki inflációs jelentések összehasonlításáról szóló – nemzetközi tanulmány következtetései alapján alakítottuk ki.<sup>29</sup>

### IV. 1. 1. MIÉRT VOLT SZÜKSÉG A JELENTÉS SZERKEZETI ÁTALAKÍTÁSÁRA?

Áttekintve más, inflációs jelentést publikáló jegybankok gyakorlatát és az olvasóközönség értékelését, kitűnik, hogy azok a jelentések tűnnek a legelfogadottabbnak, amelyek viszonylag *rövidek és könnyen érthetőek, a tényelemzésben részletesek, ugyanakkor az előrejelzések leírásának vonatkozásában kevésbé azok: itt inkább a fő mechanizmusok leírására törekednek.*

Nemzetközi összehasonlításba helyezve megállapíthatjuk, hogy a korábbi magyar jelentés hossza mintegy duplája volt az átlagos más országbeli inflációs jelentésnek. A nemzetközi gyakorlatnál hosszabb terjedelem pedig egyrészt az előrejelzés részletesebb leírásából, másrészt annak eltérő szerkezetű bemutatásából adódott. Ez utóbbi alatt azt értjük, hogy míg a nemzetközi gyakorlatban az előrejelzést és a tényelemzést külön részben mutatják be, addig a magyar esetben eddig minden egyes fejezetben (például konjunktúra, munkapiac, infláció) bemutattuk az adott területre vonatkozó tényelemzést és előrejelzést.

Mi magyarázta a nemzetközi trendektől némileg eltérő szerkezetű korábbi magyar gyakorlatot? Véleményünk szerint az inflációs célkitűzés bevezetésének kezdetén egyfajta *technikai hitelességet* biztosított, s így fontosnak tűnt az előrejelzés nagyon részletes publikálása. Az igen részletes előrejelzési gyakorlat pedig ésszerűvé tette a tényelemzést és az előrejelzést egységesen kezelő szerkesztési gyakorlatot is, hiszen a sok részletes információ egy történetben való elmesélése sokkal problematikusabbnak tűnt.

Az idő előrehaladtával ugyanakkor úgy ítéljük meg, hogy valószínűleg több előny származik abból, ha egy összefogottabb és, reméljük, könnyebben érthető jelentést publikálunk.

### IV. 1. 2. HOGYAN NÉZ KI AZ ÚJ SZERKEZETŰ JELENTÉS?

Augusztustól kezdődően jelentéseinkben az *előrejelzésünket* a korábbiaknál rövidebben – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – *egy külön egységes fejezetben* írjuk le, míg az ezt megelőző fejezetben elemezzük a *tényidőszak* folyamatait. A tényidőszak fejezetén belül külön blokkban elemezzük a konjunktúra (kereslet és termelés), a munkapiac és az infláció alakulását.

A fenti elmozdulás tehát egyrészt közelít a nemzetközi „legjobb gyakorlathoz”, másrészt jobban követi a tényleges előrejelzési gyakorlatunkat, mely szerint módszereink a dezaggregált hatások vizsgálata helyett egyre inkább aggregált összefüggésen alapulnak, s így az előrejelzés összeáll egy kerek történeté.

Augusztustól a tényelemzési és előrejelzési részben kizárólag az inflációs folyamatok megértése szempontjából releváns ún. fiskális keresleti határról beszélünk, míg a hiánymutatók alakulásáról és a részletes fiskális politikai kérdésekről egy különálló rovatban értekezünk az *Aktuális kérdések* fejezet részeként. Hasonlóan az előbbiekhöz, a *külső egyensúlyi* elemzést is egy, az *Aktuális kérdések* alatt megjelenő állandó rovatban közöljük. A fiskális és külső egyensúly új szerkezetű elemzése lehetővé teszi, hogy általánosabb, az inflációs előrejelzéshez konkrétan nem feltétlenül kötődő hosszabb távú kérdéseket is elemezzük ezekben a rovatokban (például adósság, fenntarthatósági kérdések stb.)

Az *Aktuális kérdések* részét képezi majd rendszeresen, a májusi jelentésben már bevezetett *„Háttér-információk előrejelzéseinkhez”* című blokk is, ahol rendszeresen bemutatjuk az elemzők által várt *monetáris kondí-*

<sup>29</sup> Fracasso, A., Genberg, H. és Wyplosz, Ch. (2003) „How do central banks write? An evaluation of Inflation Targeting Central Banks” Geneva Reports on the World Economy Special Report 2. , CEPR.

*ciók alapján adódó inflációs előrejelzést is.* Ez utóbbi, az angol, brazil és norvég jegybankok gyakorlatából is ismert eljárás előnye, hogy segít strukturálni a Jegybank feltételes és a piac feltétel nélküli előrejelzéseinek összevetését. A piac által vár monetáris kondíciókra

felírt előrejelzés esetén ugyanis jól nyomon követhető, hogy a jegybank és a piac közötti alap-előrejelzések különbsége mennyiben adódik egyes alapfeltevések eltéréseiből és mennyiben az előrejelző modellek különbségéből.



## IV. 2. HÁTTÉR-INFORMÁCIÓK ELŐREJELZÉSEINKHEZ

### IV. 2. 1. AUGUSZTUSI ELŐREJELZÉSÜNK VÁLTOZÁSA A MÁJUSHOZ KÉPEST

A májusi jelentés óta eltelt időszak makrogazdasági információinak előrejelzésünkre gyakorolt hatásait röviden az alábbi megállapításokkal összegezhetjük: miközben javultak hazánk növekedési kilátásai – döntően a nemzetközi konjunktúrának tulajdoníthatóan –,

érezhetően romlottak a dezinflációs pályát meghatározó főbb makrogazdasági feltételek. Több – a májusi jelentésben még a felfelé mutató kockázatok között említett (például olajárak, bérinfláció) –, egymást erősítő gazdasági folyamat elmúlt időszakai realizálódásának hatására az infláció év végi értékére adott előrejelzésünket 2004-re kismértékben, míg 2005-ben jelentősebben felfelé módosítottuk.

#### IV-1. táblázat

#### Alap-előrejelzésünk változása májushoz képest

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

	2003	2004		2005	
	Tény	Előrejelzés			
		Májusi	Aktuális	Májusi	Aktuális
<b>Fogyasztóiár-index</b>					
December	5,7	6,0	<b>6,1</b>	4,0	<b>4,4</b>
Éves átlag	4,7	6,9	<b>6,9</b>	4,3	<b>4,5</b>
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Külső kereslet (GDP-alapon)	0,6	1,7	<b>1,9</b>	2,2	<b>2,2</b>
Lakossági fogyasztás	6,5	2,1	<b>2,2</b>	1,1	<b>2,5</b>
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	7,6	2,7	<b>2,9</b>	1,3	<b>3,0</b>
Állóeszköz-felhalmozás	3,0	9,2	<b>11,4</b>	3,2	<b>3,9</b>
<i>Belföldi felhasználás</i>	5,5	3,4	<b>4,4</b>	1,9	<b>2,8</b>
Export	7,2	10,8	<b>12,2</b>	9,2	<b>9,5</b>
Import	10,3	10,3	<b>12,3</b>	7,1	<b>8,2</b>
GDP	2,9	3,4	<b>3,8</b>	3,4	<b>3,6</b>
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>					
A GDP százalékában	8,9	8,3	<b>8,8</b>	7,1	<b>8,0</b>
Milliárd euróban	6,5	6,7	<b>7,2</b>	6,2	<b>7,0</b>
<b>Államháztartás (a GDP százalékában)</b>					
ESA-hiány <sup>1</sup>	5,9	5,3	<b>5,4</b>	4,8	<b>4,9</b>
Kereslet hatás <sup>2</sup>	(-0,1)	(-1,6)	<b>(-1,7)</b>	(-0,3)	<b>(-0,3)</b>
<b>Munkapiac</b>					
Nemzetgazdaság összesen bérinfláció <sup>3</sup>	10,9	8,1	<b>9,5</b>	6,8	<b>8,5</b>
Nemzetgazdaság összesen foglalkoztatottság	1,2	0,9	<b>0,5</b>	0,2	<b>0,2</b>
Versenyszféra bérinfláció <sup>4</sup>	8,7	8,4	<b>10,2</b>	7,1	<b>9,2</b>
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4</sup>	4,4	4,0	<b>5,9</b>	3,1	<b>4,8</b>
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	0,7	1,6	<b>1,1</b>	0,4	<b>0,4</b>
Lakossági reáljövedelem <sup>6</sup>	8,1	1,5	<b>2,5</b>	2,5	<b>3,6</b>

<sup>1</sup> A 2005-re adott előrejelzésünk feltételes, az Európai Bizottságnak benyújtott konvergenciaprogram alapján 0,5 százalékos GDP-arányos ESA-deficit-csökkenést feltételezünk 2004-hez képest.

<sup>2</sup> Az SNA-típusú elsődleges egyenleg változása a magán-nyugdíjpénztári befizetésekkel korrigálva.

<sup>3</sup> Államháztartásnál általunk becsült éves átlagos bérinflációval számolva, melyben a 2005 januárjában esedékes 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérfizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük.

<sup>4</sup> Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga.

<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

<sup>6</sup> A lakossági reáljövedelmet a nettó keresettömeg és a pénzbeni társadalmi juttatások összegével közelítjük.

A gazdaság külső és belső egyensúlyi állapotával kapcsolatos megítélésünk is romlott, így prognózisunkat mindkét (államháztartási, illetve a folyófizetésimérleg-hiány) mutató esetében a kisebb javulás irányába változtattuk.

### Feltevésünk változása

Májusi előrejelzésünkkel ellentétben jelen prognózisunkra nem gyakorolt érdemi hatást az árfolyampályával (forint/euró, illetve dollár/euró) kapcsolatos technikai jellegű feltevésünknek a változása.

Ugyanakkor a világ olajpiacain realizálódó keresletkínálati folyamatok következtében az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek a világpiaci olajárak. Mivel előrejelzéseinkben technikai feltevésként az olajra a határidős kereskedés (futures) árait használjuk, így a világpiaci árakban tapasztalt általános emelkedés hasonló mértékben emelte a feltételezett olajárakat. A magasabb olajárak jellemzően költségoldali nyomásként emelik a fogyasztói árakat, ám egy kis nyitott országban a reálgazdasági hatások sem elhanyagolhatóak.<sup>30</sup>

Az előző jelentésig a béreket illetően a várhatóan alacsony inflációs környezethez gyorsan alkalmazkodó bérezési magatartásra számítottunk. A revideálódó tényadatok ezen feltételezésünket nem tudták megerősíteni, ezért a korábban vártnál lényegesen perzisztensebb, lassabban mérséklődő bérinflációval jellemezhe-

tő bérpályával számolunk. Ez különösen inflációs előrejelzésünk távolabbi (1-1,5 év) periódusaira gyakorolt szignifikáns hatást.

### Reálgazdasági előrejelzésünk változása

A bruttó hazai termék első negyedévi alakulása meghaladta korábbi várakozásainkat. Bár a kiugróan magas növekedésre a – szökőév miatti – naptárhatás is szignifikáns hatást gyakorolhatott, ám a pozitív fordulatot főleg a felívelő nemzetközi konjunktúra hatására a vártnál gyorsabban és jelentékenyebben reagáló vállalati termelési és beruházási döntések okozhatták. A vállalati beruházások a kiugróan magas 2003. év végi növekedést követően – ellentétben a korábbi évek tapasztalataival – 2004 első negyedévében is igen dinamikus módon bővültek, aminek következtében emeltük a beruházásokra vonatkozó előrejelzésünket.

Bár az első negyedévben – jellemzően egyedi tényező hatására – a vártnál alacsonyabb volt a lakosság fogyasztási kiadásainak bővülési üteme, ám a szektor fogyasztási pályáját – döntően a májusi előrejelzésünknel lényegesen magasabb bérinfláció hatására – az idei évre kismértékben, míg jövőre jelentősen felfelé korrigáltuk. Az új bérpálya – döntően a növekvő versenyszférabéreknek köszönhetően – előrejelzési horizontunkon a korábban vártnál lényegesen erőteljesebb jövedelemnövekedést indokol, ami a lakosság fogyasztási döntéseit is szignifikánsan befolyásolhatja.

## IV-2. táblázat

### Alap-előrejelzésünk főbb feltevésének változása a májusi jelentéshez képest

	2004. májusi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben		Változás (%)	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Normatív fiskális szigorítás 2005-ben (GDP arányában, százalékpont)	n. a	-0,5	n. a	-0,5	n. a	0,0
Forint/euró árfolyam (forint)* (Feltevésünk**)	252,8 (250,3)	250,3 (250,3)	253,0 (249,8)	249,8 (249,8)	+0,1 (-0,2)	-0,2 (-0,2)
Dollár/euró árfolyam (cent)* (Feltevésünk**)	121,3 (120,0)	120,0 (120,0)	122,7 (122,7)	122,7 (122,7)	+1,2 (+2,3)	+2,3 (+2,3)
Brent olajár (dollár/hordó) Memo: Brent olajár (forint/hordó)	32,3 6730	29,5 6156	36,1 7429	36,2 7364	+11,7 +10,4	+22,6 +19,6
Importáltiparikk-infláció (%)***	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0

\* Éves átlagos árfolyam.

\*\* Előrejelzési horizontunkon az árfolyamot (mind a forint/euró, illetve mind dollár/euró tekintetében) a publikációt megelőző teljes hónap (az aktuális jelentésben ez július volt) napi záróárainak átlagán rögzítettük.

\*\*\* Évesített havi növekedési ütemek átlaga. Euróavezet-11 iparikk-inflációja, forrás: Eurostat, New Cronos kód: igoodsxe.

<sup>30</sup> Az olajárak gazdasági hatásairól bővebben lásd a IV. 8. fejezetet.

## IV-1. keretes írás

**Mi áll bérinflációs becslésünk módosulásának hátterében?**

A II. 2. fejezetben utaltunk arra, hogy a bérinfláció első féléves pályájáról alkotott képünk – a májusi jelentéshez képest – nagymértékben változott. Ennek oka, hogy a májusi jelentés alapjául szolgáló, február havi béradatok óta beérkezett friss információk a március–májusi béralakulásról összességében a bérinfláció gyorsulását mutatták, miközben változott a nem rendszeres bérkifizetések időbeli eloszlása is.

A béralakulás értékelését megnehezíti, hogy amint arra a KSH a július 16-i Gyorsjelentésében is felhívta a figyelmet, idén számos cég az előző évekre jellemzően májusban esedékes prémium- és jutalomkifizetéseket márciusra hozta előre, ami emelte a márciusi és lassította a májusi bérindexeket. A jutalmazási magatartás megváltozását a nem rendszeres bérkifizetések statisztikái és idősoros vizsgálataink is alátámasztják. Jól kivehető, hogy a jelenség elsősorban a feldolgozóipart és azon belül is főleg a vegyipart érintette, ahol is ez év márciusában kifizetett prémiumok és jutalmak összességében jelentősen meghaladták a márciusra általában jellemző bruttó keresettömege vetített arányt, míg a májusi kifizetések jóval átlagon aluliaknak bizonyultak.

A szezonális eltolódását statisztikai módszerekkel korigáltuk. Az év első öt hónapjában kifizetett bért a korrekció során összességében nem változtattuk, a márciusban azonosított extra kifizetéseket azonban a korábbi szezonálisnak megfelelően visszakorigáltuk májusra. A korrekcióra azért volt szükség, mert így tisztább képet kaphatunk az átmeneti komponensektől mentes, hosszabb távú bérinflációs folyamatokról.

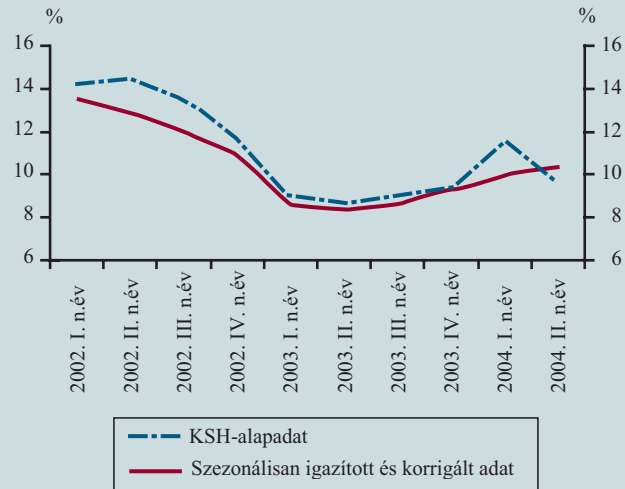
A következő ábrán jól látható, hogy az átmeneti hatásoktól és szezonális eltolástól megtisztított, általunk számolt átlagkeresetek éves indexei alapján 2004 első félévében a versenyszféra bérinflációjának fokozatos gyorsulását jelzik. Ezzel szemben a nem korigált és nem igazított, eredeti KSH-adatok az előbb említett eltolódott prémiumkifizetések miatt az első negyedévben a bérinfláció erőteljes gyorsulását, míg a második negyedévben annak hirtelen lassulását mutatják.

Tovább finomítva elemzésünket, az átlagkeresetek évesített rövid bázisú (negyedév/előző negyedév típusú) indexei pontosabb képet adnak a folyamatokról. A mutató a szezonálisan igazított adatok alapján azt próbálja megragadni, hogy a kizárólag az adott negyedév alapján milyen bérdinamika volt a gazdaságban. Fő előnye, hogy nem tartalmaz bázishatást, hi-

## IV-1. ábra

**A versenyszféra átlagkereseteinek növekedési üteme**

(változás az előző év azonos időszakához képest)



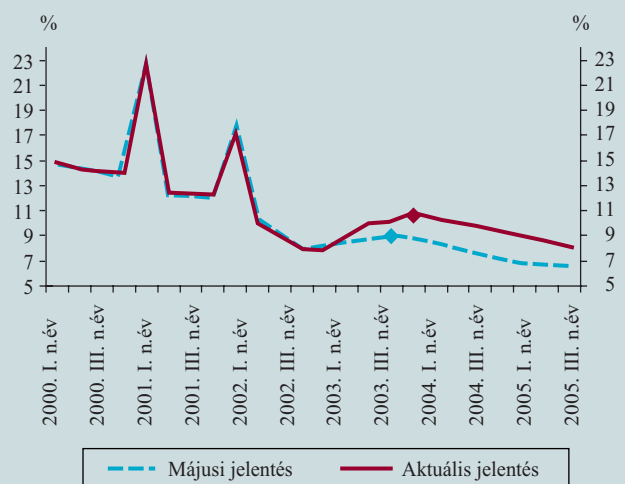
\* A 2004. júniusi adatot idősoros módszerekkel becsültük. A „korigált” adatsor a prémiumkifizetés 2004-es változásának hatásán túl 2001–2002-re a minimálbér-emelések statisztikai torzító hatását is kiszűri, l. májusi jelentés.

szen nem az előző év azonos időszakához viszonyít, s így a hagyományos éves indexnél gyorsabban jelzi a fordulópontokat. Hátránya ugyanakkor, hogy mivel a szezonális igazítás miatt becsült adatról van szó, az új adatok beérkezésével a múlt is revideálódhat.

## IV-2. ábra

**Bérinflációs prognózisunk változása**

(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



\* Az alapadatok forrása: KSH. Májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük. Szezonálisan igazított adatok.

A fenti ábrán látható, hogy a májusi jelentésünk óta beérkezett adatok jelentős mértékben felülírták a bérinfláció múltbeli alakulásáról alkotott elképzelésünket. A február óta beérkezett elmúlt három-

havi tényadat alapján most úgy látjuk, hogy a bérinfláció 2003 eleje óta – a májusi képünkhöz viszonyítva – jóval markánsabban gyorsul, jelenleg 10 százalékos körüli szinten áll. Értékelésünket más oldalról megerősíti, hogy a KSH-adatok első öthavi átlagos bérintéke 10,2 százalékosan állt a versenyszférában.

Mivel korábbi jelentésünkhöz képest magasabb bérinflációt láttunk az elmúlt időszakban, a tények értelemszerűen hozzájárultak az elkövetkező két évre vonatkozó előrejelzésünk emelkedéséhez, annak ellenére, hogy a bérinfláció jövőbeli lassulására vonatkozó várakozásainkat nem változtattuk (I. III. 2. 1. fejezet).

Az említett tényezők (vártnál magasabb első negyedéves GDP-adat, lényegesen magasabb beruházási aktivitás, kevésbé lanyhuló fogyasztási kiadások) együttes hatásaként az idei évre kedvezőbben ítéljük meg a magyar gazdaság növekedési kilátásait, míg a növekedési ütemet illetően – a bázishatások eredményeként – 2005-re csak kismértékben emeltük korábbi prognózisunkat.

A belföldi felhasználásnak – különösen a beruházásoknál tapasztalt – a vártnál nagyobb mértékű élénkülése az idei évre jelentékenyen módosította a gazdaság külső egyensúlyi állapotáról korábban kialakított véleményünket. A magasabb beruházási aktivitás, illetve a vélhetően kevésbé lassuló fogyasztás növeli a gazdaság importigényét. Eközben a kissé magasabb exportprognózisunk döntően a vártnál kedvezőbb első negyedéves tényadat hatásának az eredménye. A 2005-ös elmozdulásokat export oldalon bázishatások, az import oldaláról pedig döntően a magasabb lakossági fogyasztásra adott előrejelzésünk dominálják.

Korábbi előrejelzésünkhöz képest módosult a potenciális GDP-re adott becslésünk. Mivel a számítások módszertanának felülvizsgálása során, a tőkeállományra adott becslésünket lefelé revideáltuk, így a magyar gazdaság potenciális kibocsátása is egy alacsonyabb pályára került. Ennek megfelelően prognózisunk – a korábbi jelentéssel ellentétben – 2004 második felétől kezdődően egy kismértékű, de pozitív ún. kibocsátási rést valószínűsít (azaz a gazdaság tényleges kibocsátása meghaladja a termelési tényezők bővülése által indokolt kibocsátási szintet). A potenciálisnál várhatóan magasabb tényleges növekedés hosszabb távon emeli a keresleti oldali inflációs nyomást.

### Inflációs előrejelzésünk változása

A májusi jelentéshez képest inflációs előrejelzésünket 2004 decemberére kismértékben, míg 2005 végére 0,4 százalékponttal emeltük. A hosszabb távú inflációs folyamatokkal kapcsolatos megítélésünket döntően a várt reálgazdasági folyamatok megváltozása, míg rövid távon a néhány, a monetáris politika számára exogén tényező áremelkedése befolyásolta.

A maginfláció<sup>31</sup> második negyedévi alakulása korábbi előrejelzésünknek megfelelő volt, míg a teljes fogyasztóiár-index a feldolgozatlan élelmiszereknél tapasztalt dinamikus árnövekedés következtében kismértékben – 0,1 százalékponttal – meghaladta várakozásunkat. Mivel a tényidőszaki áralakulás gyakorlatilag várakozásainknak megfelelő volt, így előrejelzésünket 2004-re az olajárak emelkedése, illetve a vártnál magasabb feldolgozatlanélelmiszer-árak mozgatták.

A 2005 végi inflációs előrejelzésünk mintegy 0,4 százalékpontos emelkedését fele-fele arányban okozták a korábban vártnál lényegesen magasabb olajár-feltevés hatásai, illetve a gazdaság keresleti-kínálati folyamatai. Ez utóbbi tényezőben különösen a májusi magasabb bérinflációs prognózisunk hatása játszik domináns szerepet, hiszen mind költség oldalról (főleg a szolgáltatóágazatokban), mind pedig keresleti oldalról (a dinamizálódó lakossági keresleten keresztül) emeli az inflációt. 2005-ös inflációs prognózisunkat eközben alacsonyabb infláció irányába befolyásolhatta volna néhány más tétel alakulása. Jellemzően ilyen volt a májusi feltevésnél 2005-re árnyalatnyival erősebb forint/euró árfolyam, illetve a hatósági döntések következtében várhatóan alacsonyabb gyógyszerárak, ám ezen tételek előrejelzési horizontunkon nem mutattak szignifikáns hatást.

### IV. 2. 2. ALTERNATÍV KAMAT- ÉS ÁRFOLYAM-PÁLYA HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

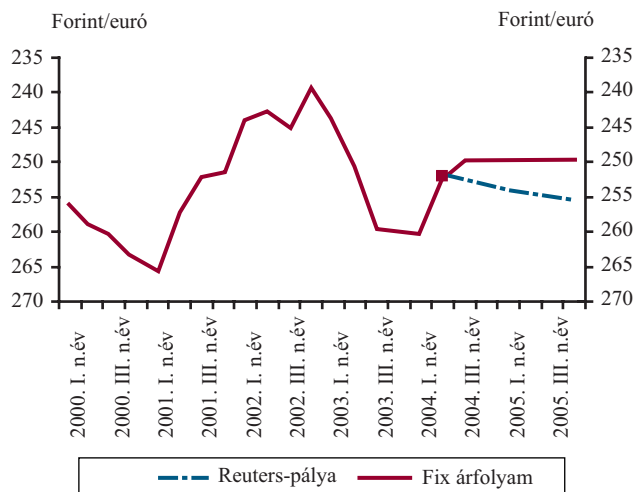
Mint ismeretes, előrejelzésünkben feltételezzük, hogy mind az árfolyam, mind a jegybanki alapkamat változatlan marad az előrejelzési horizonton. Ennek megfelelően más előrejelzésekkel közvetlenül csak akkor vethető össze, ha az összehasonlítás alapjául szolgáló előrejelzések – például a piaci elemzőké – is változatlan monetáris kondíciókkal számolna. Ezzel szemben számos létező prognózis vélhetőleg nem ilyen szabályalapon készül, azaz a jegybank a gazdasági folyamatokra és kondíciókra adott válaszlépéseit is megpróbálja a lehető legjobban előrejelezni.

<sup>31</sup> Az általunk vizsgált mutató módszertani okból, rövid távon eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ vele. A technikai eltérés oka az, hogy a KSH által számított maginfláció nem reprodukálható pontosan a publikus csoportos fogyasztóiár-index adatokból, mivel a KSH részletes adatai alapján több csoportot megbont maginflációs és azon kívüli altételekre (például gyógyszerek). Ezért előrejelzésünkben egy közelítést alkalmazunk, amely azonban tendenciájában hosszú távon nem okoz eltérést a KSH által publikált maginflációs értékektől. Konkrétan, az MNB által előrejelzett maginfláció a fogyasztói kosár 67,6, míg a KSH által publikált annak 65,8 százalékát fedi le. Mindez nem érinti az MNB teljes fogyasztóiár-indexre adott előrejelzését, csak az MNB által alkalmazott elemzési kategóriák közti átcsoportosítást jelent (például a regulált és a maginflációs kör között).

Az alábbiakban támpontot kívánunk nyújtani ez utóbbi előrejelzésekkel való összevetéshez. Ennek megfele-

#### IV-3. ábra

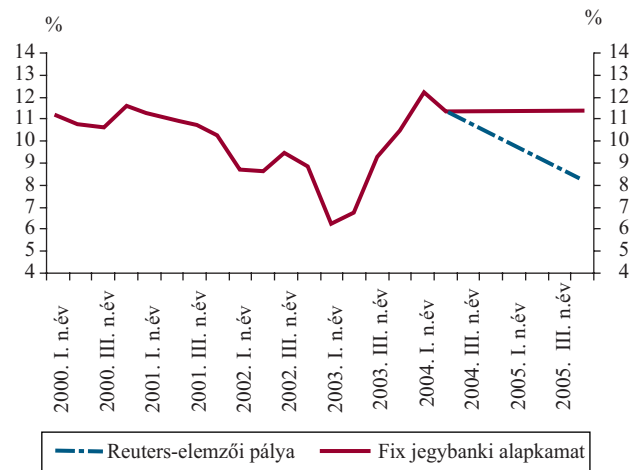
#### Árfolyampálya a Reuters elemzői felmérése és a fix árfolyam feltételezése szerint\*



\*Fordított skála.

#### IV-4. ábra

#### Kamatpálya a Reuters elemzői felmérés és a fix kamat feltételezése szerint



lően bemutatjuk, hogy miként változnának előrejelzéseink akkor, ha feladnánk a fix kamat és árfolyam feltevésünket. (Fontos megjegyezni, hogy ezekben a szimulációkban a fiskális politikára adott prognózisunkon nem változtattunk.)

Mind az árfolyamra, mind az alapkamatra a júliusi Reuters-felmérés átlagos várt árfolyam- és kamatpályáját alkalmaztuk. Az árfolyam 2005 végén több mint 2 százalékkal gyengébb, a kamat pedig több mint 3 százalékponttal alacsonyabb a változatlan feltételezésben használttól.

Ezen feltevéseket használva előrejelzésünk nem változna jelentősen, mert azok eltérése az alappályabeli feltevésektől nem jelentős. Az elemzői konszenzus feltevésekkel a 2005-ös éves átlagos árnövekedésében csupán 0,1-0,2 százalékponttal, míg 2005 végére mintegy 0,2-0,3 százalékponttal prognosztizálnánk magasabb értéket.

#### IV. 2. 3. ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEVETVE MÁS INTÉZETEK PROGNÓZISAIVAL<sup>32</sup>

Aktuális prognózisukat más kutatóintézetek, illetve piaci elemzők előrejelzéseivel összevetve megállapíthatjuk, hogy a gazdaság növekedési, illetve rövid távú inflációs kilátásait illetően a jegybank inkább az eloszlás felső, ill. alsó szélében helyezkedik el, míg az egyensúlyi mutatók (államháztartási, illetve folyó fizetésimérleg-hiány) tekintetében továbbra is a legmagasabb hiányt vetíti előre. A 2005 végére adott inflációs prognózisunk az elemzői előrejelzések centrumában található.

Az a tény, hogy a 2005 végére adott – májusban még az elemzői előrejelzések alsó tartományában található – inflációs prognózisunk a centrum (magasabb infláció) irányába mozdult el, jellemzően a reálgazdasági valamint a bérinflációs folyamatok előrejelzésében végrehajtott módosításoknak az eredménye.

Az államháztartási hiány 2005-ös mértékére jelenleg legvalószínűbbnek tartott előrejelzéssel – a költségvetési törvény ismeretének hiányában – nem rendelkezünk, így az általunk jelenleg alkalmazott normatív pályát (2004-es GDP-arányos ESA-hiányból levonva a 0,5 százalékpontos szigorítást) nem célszerű más elemzők előrejelzéseihez hasonlítani.

<sup>32</sup> Továbbra is felhívjuk a figyelmet, hogy az MNB-előrejelzések más intézetek prognózisával nem teljes mértékben vehetőek össze. Az MNB által készített előrejelzések feltételesek, míg a többi intézet általában feltétel nélküli prognózist készít. Az MNB és egyéb intézetek közötti eltérést nem kizárólag a jelenlegi és várható folyamatok megítélése közötti eltérés okozhatja, hanem jelentős hatással lehet rá az alapfeltevéseink eltérése az egyéb intézetek, számunkra exogén változókra vonatkozó előrejelzéseitől.



## IV-3. táblázat

## Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal\*

	2004	2005
<b>Fogyasztóiár-index (december/előző év december, százalék)</b>		
MNB	6,1	4,4
Reuters-felmérés (2004. július)	6,3	4,5
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)</b>		
MNB	6,9	4,5
Consensus Economics (2004. július)	6,8	4,5
Európai Bizottság (2004. április)	6,9	4,7
IMF (2004. április)	7,1	4,4
OECD (2004. május)	6,9	4,8
Reuters-felmérés (2004. július)	6,9	4,6
Világbank (2004. július)	6,5	4,9
<b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>		
MNB	3,8	3,6
Consensus Economics (2004. július)	3,6	3,8
Európai Bizottság (2004. április)	3,2	3,4
IMF (2004. április)	3,2	3,4
OECD (2004. május)	3,3	3,8
Reuters-felmérés (2004. július)	3,8	4,0
Világbank (2004. július)	3,2	3,7
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>		
MNB	7,2	7,0
Consensus Economics (2004. július) <sup>1</sup>	6,2	5,8
Reuters-felmérés (2004. július)	6,7	6,2
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>		
MNB	8,8	8,0
Európai Bizottság (2004. április) <sup>1</sup>	5,4	5,1
IMF (2004. április) <sup>1</sup>	5,3	4,3
OECD (2004. május)	8,5	7,6
Világbank (2004. július)	8,2	8,0
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)</b>		
MNB	5,4	4,9 <sup>2</sup>
Consensus Economics (2004. július)	5,0	4,4
Európai Bizottság (2004. április)	4,9	4,3
OECD (2004. május)	5,2	4,6
Reuters-felmérés (2004. július)	5,0	4,5
Világbank (2004. július)	5,2	4,6

\* Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések. Így az MNB-előrejelzések közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

<sup>1</sup> A Consensus Economics Inc. (London) „Eastern Europe Consensus Forecasts” a fizetési mérlegnél a felmérés dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket a 2004. júniusi, illetve márciusi euró/dollár keresztárfolyammal számítottuk át. Az Európai Bizottság és az IMF még feltételezhetően a korábbi módszertan szerinti, újrabefektetett jövedelem nélküli fizetési mérleget jelzi előre.

<sup>2</sup> Feltevés, l. IV. 3. fejezet.

Források: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (July 21, 2004); European Commission Economic Forecasts, Spring 2004; IMF World Economic Outlook (April 2004); OECD Economic Outlook (May 2004); Reuters-felmérés 2004. július; World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (July 2004).

### IV. 3. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSIHIÁNY-MUTATÓK ALAKULÁSA

Májusi jelentésünkben részletes előrejelzést adtunk a 2004–2005. évi fiskális pályára, ezért most csak a várható fiskális pályában bekövetkezett változásokat ismertetjük.

Alap-előrejelzésünk most is feltételes előrejelzés, abban az értelemben, hogy a fiskális folyamatokból adódó deficitre ad előrejelzést, és így nem számolhat azzal a lehetőséggel, hogy a pénzügyi kormányzat a második félévben további intézkedéseket fogantatosít az általa kitűzött hiánycél elérése érdekében.

Alap-előrejelzésünk szerint a kormány által 2004-re kitűzött deficitcél – 4,6 százalékos GDP-arányos ESA-deficit – további egyensúlyt javító intézkedések nélkül valószínűleg nem teljesül. Az idei évre – további intézkedés nélkül – várható pénzforgalmi (GFS) és eredményszemléletű (ESA) előrejelzésünk (a GDP arányában 6,6, illetve 5,4 százalék) kismértékben emelkedett májusi jelentésünkhöz képest.

Eközben a fiskális politika 2004-ben az államháztartás aggregált keresletének erőteljes szűkítésén keresztül jelentős mértékben járul hozzá a makrogazdasági

egyensúlytalanság fokozatos kiigazításához. A fiskális keresleti szűkítés – azaz az ún. kiegészített (SNA-típusú) elsődleges egyenleg éves csökkenése – mértékét most némileg erősebbnek (a GDP arányában 1,7 százalékosra) becsüljük, mint a májusi jelentésben, de ezt nem az ideik, hanem a tavalyi évre vonatkozó kiegészített (SNA) hiánybecslésünk módosulása okozta.

Az ESA- és a GFS-egyenlegek közötti eredményszemléleti korrekcióra most is feltevéssel éltünk 2004-re és 2005-re. Az idei évre elfogadtuk a PM által kommunikált korrekció mértékét (a GDP arányában 1,2 százalék), a jövő évre a múltbeli korrekciók alapján technikai becslést készítettünk (0,4 százalék). Ezen becslések nagymértékben bizonytalanok, mert a korrekció KSH által alkalmazott módszertana még nem alakult ki véglegesen.

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve részleteiben kidolgozott költségvetési törvényjavaslattal, ezért jövő évi alap-előrejelzésünket továbbra is a májusi jelentésben ismertetett feltevésre építettük. Feltételes fiskális pályánk 2005-re – az Európai Bizottságnak májusban benyújtott konver-

#### IV-4. táblázat

#### A fiskális jelzőszámok várható alakulása<sup>33</sup>

(a GDP százalékában)

	2003 előzetes	2004 előrejelzés	2005 feltevés*
1. GFS-hiány	-5,9	-6,6	-5,3
2. ESA által alkalmazott korrekciók	0,0	+1,2	+0,4
3. ESA-hiány (1+2)	-5,9	-5,4	-4,9
4. Korrekció átmeneti tételekkel	-1,3	-0,6	-0,3
5. Kvázi-fiskális kiadások	-1,5	-1,1	-1,4
6. Kiegészített (SNA) hiány (3+4+5)	-8,7	-7,1	-6,6
7. Kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlege	-4,8	-3,3	-2,9
8. Fiskális keresleti hatás**	-0,1	-1,7	-0,4

\*Feltételes pálya, az Európai Bizottságnak benyújtott konvergenciaprogram alapján, amely évi 0,5 százalékos GDP-arányos ESA-deficit-javulással számolt az elkövetkező években.

\*\*A kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magánnyugdíjpénztári befizetések változásával. A mínusz előjelű érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

<sup>33</sup> Az itt alkalmazott hiánymutatókról lásd bővebben: a 2003. augusztusi jelentés 76–77. oldalát. Az államháztartás ESA szerinti hiányát és az adósságlományt módosíthatja, ha a KSH az államháztartás részének definiálja egyes állami feladatokat ellátó állami tulajdonú társaságokat (a PM a honlapján nyilvánosságra hozott ún. tervezési köriratban ennek lehetőségét felveti). A KSH-ban ez a munka most van folyamatban, a konkrét döntéseknek akár visszamenőleges hatása is lehet.

genciaprogramban szereplővel megegyező mértékű – 0,5 százalékos ESA-deficit-csökkenést feltételez az általunk 2004. évre prognosztizált egyenleghez képest. Most is elkészítettük a csak a már ismert, hivatalos determinációk hatását tükröző alternatív becslésünket, amely a hiány emelkedését mutatja. Számításaink azt mutatják, hogy a jövőre, a hiány megcélzott félszázalékos csökkenése érdekében mintegy 1,6 százaléknyi hiánycsökkentő intézkedésre lesz szükség.

### IV. 3. 1. A 2004. ÉVRE VÁRHATÓ FISKÁLIS EGYENSÚLY RÉSZLETEI

A teljes államháztartás pénzforgalmi egyenlegére (GFS) vonatkozó alap-előrejelzésünk kismértékben (0,1 százalékponttal) nagyobb GDP-arányos deficitet tartalmaz, mint májusi jelentésünk. Az elmozdulást elsősorban az okozza, hogy egyes autonóm kiadási tételek esetében (lakástámogatások és gyógyszerkassza, illetve nettó kamatkiadás) magasabb kiadásteljesüléssel számolunk, mint májusban. Ezen tételekre előrejelzésünk külön-külön csak kismértékben változott, de együttesen a pénzforgalmi hiány emelkedését okozták.

A részleteket tekintve, a **központi költségvetés** alrendszerére vonatkozó előrejelzésünk az elsődleges egyenleg szintjén némi egyenlegromlást mutat az előző jelentésben foglaltakhoz képest.

A **központi költségvetés bevételi oldalán**, makrogazdasági előrejelzésünk változásával összhangban, a májusi előrejelzésünkhöz képest magasabb bevételre számítunk a jövedelemadók esetében (társasági adó, eva, személyi jövedelemadó), ugyanakkor az első félévi tényadatok ismeretében – makrogazdasági előrejelzésünk változása (például magasabb fogyasztás) ellenére – alacsonyabb bevételt várunk a fogyasztáshoz kötődő adóknál (áfa, jövedéki adó). Összességében az alap-előrejelzésünkhöz tartozó, a központi költségvetést megillető teljes adóbevételekre vonatkozó prognózisunk nem változott számottevően a májusi jelentésben foglaltakhoz képest.

A **központi költségvetés kiadási oldalán** minden olyan kiadási előirányzat esetében, amely fölött a pénzügyi kormányzatnak közvetlen kontrollja érvényesülhet, már korábbi előrejelzéseink készítésekor is elfogadtuk a Pénzügyminisztérium előrejelzését. Megközelítésünk most sem változott, így az ebbe a körbe tartozó kiadásokra vonatkozó előrejelzésünk a Pénzügyminisztérium előrejelzésén alapszik. Így a költségvetési intézmények és költségvetési szervek várható nettó éves

kiadására vonatkozó előrejelzésünk is megegyezik a Pénzügyminisztérium előrejelzésével (ugyanakkor jelezzük, hogy az év első hét hónapjának tényadatai alapján, a folyamatokból adódóan nagyobb hiány kialakulása irányába mutató kockázatot látunk ezeknél a mérlegtételeknél, amelyet előrejelzéseink bizonytalanságai között megjelenítünk, lásd később).

A márciusban körvonalazódott megtakarításintézkedések kiadáscsökkentő intézkedéseinek teljes körű megvalósulásával számolunk, a bejelentett megtakarítások döntő része a második félévben realizálódik. Egyes nyíltvégű kiadások esetében azonban saját előrejelzésünk némiképp eltér a PM által várttól, a májusi előrejelzésünkhöz képest összességében kismértékben magasabb kiadásteljesüléssel számolunk ezeknél a tételeknél (lakás- és gyógyszer-támogatási kiadások).

A pénzforgalmi *kamategyenleg* a májusi előrejelzésünkhöz képest – hozamszint-feltevésünk emelkedése miatt – némileg (a GDP 0,05 százalékát el nem érő mértékben) romlott.

Alap-előrejelzésünk készítésekor, előrejelzési szabályainkkal összhangban, a tavalyi évről áthozott pénzmaradványok és a jövő évre áthúzódó pénzmaradványok egyenlegét nullának tekintjük. A kormány júniusban rendelkezett arról, hogy a tavalyról ez évre áthozott pénzmaradványok egy részének – mintegy 105 milliárd forint pénzmaradvány zárolásáról van szó – felhasználását megszigorítja, a költségvetési szerveknek és intézményeknek a kormánytól külön engedélyt kell kérniük, ha a zárolt pénzmaradványt el akarják költeni. Alap-előrejelzésünket ez az intézkedés nem érinti, mivel itt arról van szó, hogy a kormány a pénzmaradványokból származó nettó többletkiadás kockázatát kívánta mérsékelni<sup>34</sup>.

A **társadalombiztosítási alrendszerben** a tb-alapok hiányára vonatkozó prognózisunk kismértékben a nagyobb deficit irányába mozdult el. Májusi prognózisunkhoz képest új fejlemény a gyógyszerár-támogatási rendszer július elsejei módosulása. A gyógyszerek termelői árának július elsejétől megvalósult 15 százalékos visszaemelése, változatlan fogyasztói árak mellett, az államnak többletkiadással jár. Ezt a kiadási többletet teljes egészében a társadalombiztosítási alrendszer hiányprognózisában vettük figyelembe. Emellett, makrogazdasági pályánkra vonatkozó alap-előrejelzésünk változásával (magasabb bérpálya) összhangban, magasabb nyugdíjkiadás-növekedéssel számolunk, mint májusban.

<sup>34</sup> Az előző évi pénzmaradványok felhasználása a hiányt növeli, ugyanakkor a következő évre átvitt, a tárgyévi költségvetési előirányzatokból képződő pénzmaradványok – amelyek abból képződtek, hogy a tervezett kiadási előirányzatok nem kerültek teljes egészében felhasználásra – csökkentik a tárgyévi költségvetés hiányát. Mivel év közben az nehezen jelezhető előre, hogy mekkora összegű lesz a fel nem használt kiadási előirányzatokból képződő kiadásmegtakarítás, ezért a kormány intézkedése arra irányul, hogy a kiadási előirányzatok évközi felhasználását figyelembe véve, szabályozza a nettó pénzmaradvány-felhasználást, korlátozva ezzel a nagyobb deficit kialakulásának lehetőségét.



A helyi önkormányzatok alrendszerénél az előző jelentéshez képest nem módosítottuk előrejelzésünket, továbbra is a GDP 0,2 százalékpontját megközelítő hiány kialakulásával számolunk.

A GFS- és ESA-deficit közötti eredményszemléletű korrekcióra – az EU-csatlakozás évére jellemző nagyfokú módszertani bizonytalanság miatt – teljes körű becslést továbbra sem készítettünk. Elfogadtuk a várható eredményszemléletű korrekció szintjére azt a mértéket, amelyet a Pénzügyminisztérium által ez évre előre jelzett pénzforgalmi szemléletű (GFS) deficit-prognózis és a Pénzügyminisztérium által célul kitűzött ESA-deficit különbségeként adódik (GDP 1,2 százaléka).<sup>35</sup>

Összegezve, alap-előrejelzésünk – további intézkedés nélkül – a teljes államháztartás szintjén a GDP 0,8 százalékpontjával magasabb ESA-deficit-szint kialakulását valószínűsíti, mint a Pénzügyminisztérium júliusban közétett prognózisa.<sup>36</sup>

Miközben saját májusi előrejelzésünkhöz képest, amint azt korábban jeleztük, jellemzően egyes kiadások előrejelzésének változása miatt nőtt kismértékben a hiányprognózisunk, továbbra is az a helyzet, hogy az MNB és a PM előrejelzései közötti eltérést alapvetően a főbb adónemekből származó bevételekre vonatkozó prognózisok különbsége okozza (I. májusi jelentés).

#### IV. 3. 2. 2004-ES ELŐREJELZÉSÜNK BIZONYTALANSÁGA

Mindazokat a kockázati tényezőket, amelyek az autonóm gazdasági és fiskális folyamatokból adódnak, de az alappálya számításakor előrejelzésünk természetesen nem tartalmazhat, azokat ebben a fejezetben mutatjuk be. Kockázatértékelésünk azon-

ban nem tartalmaz arra vonatkozó becslést, hogy a pénzügyi kormányzat milyen kiadáscsökkentő intézkedéseket hozhat a második félévben, továbbá változatlan monetáris politikát (konkrétan, augusztus eleji hozamgörbét) feltételezünk a második félév egészére.

Májusi jelentésünkben leírtakhoz képest a kockázati eloszlás tartománya lényegében nem változott. Mint az alábbi táblából is látható, további egyensúlyt javító intézkedések hiányában, várhatóan még optimista esetben sem teljesül a kormány által kitűzött ESA-deficit-cél.

Az alacsonyabb hiány irányába mutató kockázatok közül, az első félévi tényadatok alapján még nem ítéltető meg pontosan, hogy az áfa-befizetések dinamikájának elmúlt két évben tapasztalt tendenciája megfordul-e, s a nettó áfa-befizetések az év során fokozatosan visszatérnek-e a korábbi évekre jellemző magasabb trend közeli szintre. Az (EU-csatlakozást megelőző) első négy hónap alapján ennek jeleit még nem tapasztaltuk, ezért a májushoz képest kisebb mértékű kockázatúnak tartjuk a bevételi dinamika esetleges gyorsulását.

A makrogazdasági folyamatokra vonatkozó szakértői előrejelzésünk május óta a nagyobb bérkiáramlás és a nagyobb infláció irányába mozdult el. Mivel ezt – amelyet májusban az alacsonyabb deficit irányába mutató kockázatok között számszerűsítettünk – most az alap-előrejelzésünkben érvényesítettük, ezért a kisebb hiány irányába mutató makrogazdasági kockázattal már csak kismértékben számolunk.

A társaságiadó-bevételeknél – a korábban előre jelzettnél magasabb növekedési várakozásunkkal összhangban – a szokásosnál nagyobb adóelőleg-befizetésre kerülhet sor,

#### IV-5. táblázat

#### A 2004. évi GFS- és ESA-hiány-előrejelzésünk bizonytalansági tényezői

(a GDP százalékában)

GFS-deficit-alap – előrejelzése: – 6,6 százalék			
A bázisidőszak áfa-bevétel-kiesése visszafordul	0,2	Vártnál nagyobb áfa-kiesés (EU-csatlakozás)	–0,2
Beruházások kivitelezése elhúzódik	0,2	Intézmények és a helyi önkormányzatok magasabb kiadása	–0,5
Makrogazdasági folyamatok hatása	0,1	Egyes nyílt végű kiadások vártnál nagyobb növekedése	–0,1
Társaságiadó-bevételi előirányzat túlteljesülése	0,1		
<b>GFS-deficit szélső esetben</b>	<b>–6,0</b>	<b>GFS-deficit szélső esetben</b>	<b>–7,4</b>
GFS-ESA híd feltevés: +1,2			
		Beruházások esetleges eredményszemléletű korrekciója	–0,1
<b>ESA-deficit szélső esetben</b>	<b>–4,8</b>	<b>ESA-deficit szélső esetben</b>	<b>–6,3</b>

<sup>35</sup> A Pénzügyminisztérium júliusban közétette legfrissebb előrejelzését 2004-re, amely az állami költségvetés szintjén (az önkormányzati alrendszer nélkül) a GDP százalékában 5,8 százalékpontos pénzforgalmi hiány-szint kialakulásával számol, amelyhez a Pénzügyminisztérium 4,6 százalékos ESA-deficit-szintet társít.

<sup>36</sup> Ezen belül, a PM által kommunikált „központi kormányzat” szintjén 6,4 százalékpontos GDP-arányos pénzforgalmi hiány kialakulását valószínűsítjük, amely 0,6 százalékponttal magasabb, mint a PM azonos szemléletű előrejelzése, így a „központi kormányzat” kategóriához szakértői előrejelzésünkben 5,2–5,3 százalékos ESA-deficit-szint tartozik.

májusi jelentésünkben ilyen típusú egyenlegjavító kockázatot még nem érzékeltünk.

Az EU-csatlakozás miatti egyszeri pénzforgalmi áfabevétel-kiesés mértékének (alap-előrejelzéshez értelmezett) kockázatát az első héthavi adatok alapján a korábbiaknál alacsonyabbnak ítéljük (GDP 0,2 százaléka).

Eközben egyes fiskális folyamatokból adódó kiadás-növekedés kockázata értékelésünk szerint a GDP 0,5 százalékára növekedett: a költségvetési szervek és intézmények többletkiadásai mellett az önkormányzati alrendszer nagyobb hiánya irányába mutató kockázat is nőtt májusi előrejelzésünkhöz képest, mert az alrendszer első öthavi egyenlege rosszabb lett a tavalyi évinél.

A kockázatok számszerűsítésekor nem vettük figyelembe az évek között áthúzódó pénzmaradványok nettó egyenlegének alakulásának kockázatát, mert alap-előrejelzésünkben – ahogy azt ott jeleztük – sem számoltunk nettómaradvány-felhasználással, és egy esetleges eltérés prognózisa ütközne a változatlan fiskális politika itt is érvényesített elvével.

### IV. 3. 3. A 2005-RE VÁRHATÓ FISKÁLIS EGYENSÚLY – ELŐREJELZÉSÜNK BIZONYTALANSÁGAI

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve részletesen kidolgozott költségvetési törvényjavaslattal, ezért 2005-re egy ún. normatív és egy kockázatalapú előrejelzést készítettünk. A kockázatalapú előrejelzésünk készítésének célja az, hogy a most látható determinációk figyelembevétele

révén olyan alternatív pályát adjon, amely megmutatja, hogy – a ma ismert hivatalos determinációkon túlmutató – további fiskális politikai intézkedések (főképp a 2005-ös költségvetés) nélkül hogyan alakulna jövőre az államháztartás egyensúlya.<sup>37</sup>

A feltételes előrejelzés képezi a jelentés alappályáját, a kockázatalapú előrejelzésünk és a normatív pálya közötti differencia pedig a megcélzott normatív pálya mentén való hiánycsökkenés (GDP 0,5 százaléka) elérésének kockázatát érzékelteti.

Normatív pályánk azon a feltételezésen alapul, hogy az ESA-deficit szintje 2005-ben, a májusban véglegesített konvergenciaprogramban szereplő évi 0,5 százalékos GDP-arányos mértékben javul.

A kockázatalapú pálya, mint korábban, most is a hiány emelkedését mutatja, egyes hivatalosan rögzített kiadásnövelő, illetve bevételcsökkentő determinációk miatt. A 2005. évi kockázatalapú előrejelzés fontosabb determinációi közé tartozik a tételes egészségügyi hozzájárulás csökkentéséről kötött OÉT-megállapodás adóbevételeket csökkentő hatása, az EU-csatlakozás miatti nettó vámbevétel-kiesés, a közzsférában a 13. havi (halasztott) bérkifizetésből adódó többletkiadás, a múltbeli tények alapján az önkormányzatok beruházási ciklusának alakulása, illetve a NATO-tagságunkhoz kapcsolódó kötelezettségvállalásunk.

A normatív alappálya és a kockázatalapú alternatív pálya eltérése alapján arra következtethetünk, hogy a hiány megcélzott, félszázalékos csökkentése a ma ismert determinációk miatt ennél nagyobb, a GDP arányában mintegy 1,6 százalékpontnyi hiánycsökkenő intézkedést tesz jövőre szükségessé.

#### IV-6. táblázat

#### A fiskális jelzőszámok várható alakulása 2005-ben

(a GDP százalékában)

Hiánymutatók	1	2	3	4 = 3–2
	2004	2005		
	Alap-előrejelzés	Kockázatalapú	Alap-előrejelzés (feltevés)	Kockázat
GFS-hiány	–6,6	–6,9	–5,3	1,6
ESA-hiány	–5,4	–6,5	–4,9	1,6
Kiegészített (SNA) hiány	–7,1	–8,2	–6,6	1,6

<sup>37</sup> A szabályalapú fiskális előrejelzés kialakításáról l. a 2003. augusztusi jelentés V. 2. fejezetében írottakat.

## IV. 4. A KÜLSŐ EGYENSÚLY ALAKULÁSA

A külső egyensúly alakulásában az első negyedév sok vonatkozásban eltért attól, mint amit az előző jelentésben vártunk. Így mindenekelőtt a vállalati szektor finanszírozási igénye ebben az időszakban jelentősen megnőtt a beruházások vártnál magasabb szintje miatt. Májusban amellet érveltünk, hogy a jövedelmezőség növekedésével a vállalatok finanszírozási igénye akár csökkenhet is. Akkor azonban még alacsonyabb bővülésre számítottunk a beruházásokban, s most már úgy látjuk, hogy a jövedelmezőség növekedése ellenére is jelentősen növekszik a vállalati szektor finanszírozási szükséglete.

A vállalati beruházásoknak jelentős importvonzata volt, amint erről a beruházási célú importtermékek megugrása is tanúskodik. Amint a külkereskedelemlél említettük (I. II. 1. 5. fejezet), az import jelentős megugrásában egyedi tényezőknek is szerepe volt, mindemellet 2004-ben a kereskedelmi mérleg hiánya jóval nagyobb lesz, mint azt májusban vártuk. Emellet az exportdinamika utóbbi időben, a KSH adatrevíziója nyomán kirajzolódó lassulása miatt, még a megemelt külkereskedelmimérleg-hiány prognózisunkhoz is lefelé (egy nagyobb hiány irányába mutató) irányuló kockázatot érzékelünk. 2005-re a vállalati beruházások dinamikája ugyan csökken, de a szektor finanszírozási szükséglete GDP-arányosan még a jövedelmezőség javulása mellett is tovább növekszik.

A háztartások (amint azt a II. 1. 3. fejezetben írtuk) finanszírozási képessége 2004 első negyedéve folyamán

már határozott javulás irányába mutatott: a megtakarítási ráta csökkenése megállt, továbbá a jelzáloghiteleket érintő szigorítások miatt nem folytatódott a hitelexpanzió sem. A javulás mértéke meghaladta azt, amire májusi jelentésünk írásakor számítottunk, ennek következtében a lakosság finanszírozási helyzete 2004-ben valószínűleg még úgy is lényegesen kedvezőbb lehet az akkor prognosztizálnál, hogy a lakásberuházások idén (a kifutó szerződésállománynak köszönhetően) még jelentősen növekednek. 2005-ben viszont a lakásberuházások növekedési üteme már erőteljesen lefékeződik, s a megtakarítói pozíció enyhébb javulása is elegendő lesz a lakosság finanszírozási képességének további növekedésére.

A kiugró első negyedévi beruházásnövekedés okán az államháztartás finanszírozási igénye nem javult a májusi jelentésben várt mértékben, és a meghirdetett megtakarítási intézkedések ellenére sem valószínű, hogy az abban feltételezett, GDP-arányosan csaknem 1 százalékpontos, finanszírozásiigény-csökkenés 2004-re megvalósuljon. Kisebb javulás így is bekövetkezik, de a jelenleg feltételezett fiskális pálya mentén lényegi csökkenés a költségvetés finanszírozási szükségletében csak 2005-ben várható.

A teljes nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye tehát mind az államháztartásnak, mind pedig – a javuló lakossági pozíció ellenére – a magánszektornak tulajdoníthatóan magasabb lesz 2004-ben, mint korábban vártuk, s ennek következtében a folyó fizetési mér-

### IV-7. táblázat

#### A folyó fizetési mérleg és a szektorok finanszírozási helyzete

(a GDP százalékában)

	2001	2002	2003	2004	2005
	Becslés			Előrejelzés	
I. Államháztartás*	-5,0	-9,2	-8,4	-8,0	-6,7
II. Magánszektor (=I+2)	-0,7	2,4	-0,6	-0,4	-0,3
1. Háztartások	5,1	2,7	0,2	1,4	1,9
2. Vállalatok**	-5,8	-0,3	-0,8	-1,8	-2,2
Külső finanszírozási képesség (=I+II)	-5,6	-6,8	-9,0	-8,4	-7,0
<b>Folyó fizetési mérleg</b>	<b>-6,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>-8,0</b>
– Milliárd euróban	-3,6	-4,9	-6,5	-7,2	-7,0

\* Speciális, pénzforgalmi szemléletű finanszírozásiigény-mutató, ami nem egyezik meg az államháztartási hiány mutatójával.

\*\* Pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások összesen. Az autópálya-építés kiadásai nem itt, hanem az államháztartásnál szerepelnek.

leg GDP-arányos hiánya alig csökken a 2003-as 8,9 százalékról. 2005-re az államháztartás finanszírozási szükségletének jelentősebb, a magánszektorénak pedig kisebb csökkenése miatt már erőteljesebb javulás várható a külső egyensúlyban: a külső finanszírozási szükséglet a GDP arányában több mint másfél, a folyó fizetési mérleg pedig mintegy egy százalékponttal javulhat.

#### IV. 4. 1. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

2004 júniusától kezdődően az MNB a folyófizetési-mérleg-statisztikát illetően a nemzetközi standardnak megfelelően áttért a negyedéves publikációs rendre. Ennek következtében az idei évben a január–áprilisi időszakra állnak rendelkezésre folyó fizetési mérlegre vonatkozó tényadatok.

2004 első négy hónapjában a folyó fizetési mérleg hiánya közel 2,8 milliárd eurót tett ki. A tőkemérleg jelzett időszakbeli, közel semleges pozíciója mellett a nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye ugyancsak 2,8 milliárd euró körül alakult. Míg 2003-ban a folyó fizetési mérleg hiányát főként a külföldi hitelfelvétel és a nem rezidensek állampapír-vásárlásai finanszírozták a nagymértékben visszaeső működőtőke-beáramlás helyett, addig 2004 elején kedvező változások voltak megfigyelhetők a finanszírozás szerkezetében: az idei évben megindult a közvetlen tőkebefektetések tavaly erőteljesen visszaeső beáramlása, miközben a magánszektor külföldi adóssággjellegű forrásbevonásának aránya csökkent a hiány finanszírozásában.

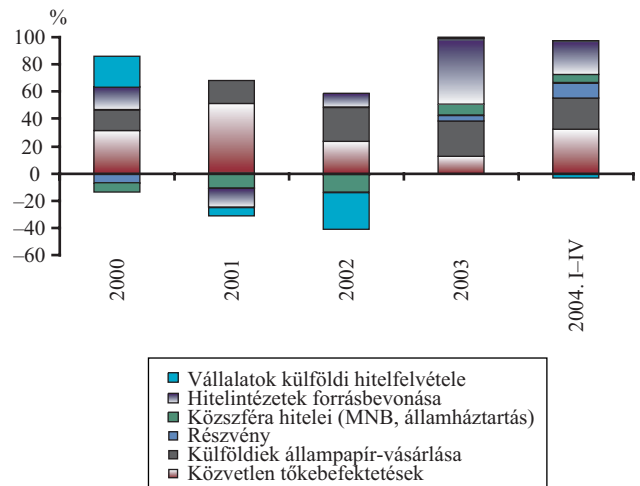
Az év első négy hónapjában a folyófizetési-mérleg-hiány közvetlen tőkebefektetésekkel való fedezettségének aránya 31 százalék volt, szemben a 2003 hasonló időszakára és a teljes 2003-as évre jellemző 12 százalékos aránnyal. Emellett jelentősnek volt mondható a részvényhez és egyéb részesedéshez kapcsolódó portfóliótőke beáramlása is<sup>38</sup>, aminek következtében a nem adóssággeneráló finanszírozás aránya az első négy hónapban 37 százalék, míg 2003 hasonló időszakában mindössze 20 százalék volt. A magánszektor nettó külföldi hitelfelvétele az első negyedévben a tavalyi év magas szintjéhez képest nagymértékben visszaesett, de a második negyedév elején – főként a

bankrendszer révén – újra emelkedett a külföldi forrásbevonás nagysága. A rezidens bankok külföldi forrásbevonásával párhuzamosan emelkedett a vállalati és a háztartási szektor belső devizahiteleinek állománya is. Az év első négy hónapjában a magánszektor forrásbevonása közel 1,7 milliárd euró, míg az MNB-vel konszolidált államháztartásé 800 millió euró volt<sup>39</sup>, amely arányaiban megközelítőleg megegyezik a 2003-as forrásbevonás szerkezetével.

2004-ben a vállalati szektor finanszírozási igényének várható növekedése és az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése következtében a működőtőke-beáramlás és ezzel együtt a nem adóssággeneráló finanszírozás arányának jelenlegi – tavalyi évhez képest igen magas – szinten maradása, kismértékű növekedése várható. Azonban emellett valószínűsíthető a folyófizetési-mérleg-hiány külföldi devizahitelekkel való finanszírozási arányának jelenlegi szinthez viszo-

IV-5. ábra

#### A folyó fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete



nyított növekedése is, amely azonban várhatóan elmarad a tavalyi, igen magas szinttől. A tőkemérleg egyenlege – az EU-tól származó transzferek általunk várttól eltérő időbeli ütemezése miatt – várhatóan kisebb lesz, mint azt az előző jelentésben feltételeztük. Ennek következtében a külső finanszírozási igény várhatóan a korábban prognosztizálnál kisebb mértékben javul.

<sup>38</sup> Elsősorban a MOL állami tulajdonrésze év elején történt részleges értékesítésének köszönhetően.

<sup>39</sup> A nem rezidensek állampapír-vásárlásainak első negyedévben megfigyelt markáns növekedése után a második negyedévben az állomány jelentős csökkenése volt tapasztalható.

## IV-8. táblázat

## A külső finanszírozási igény

(millió euró)

	2003				2003	2004	2004
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	év	I. n.év	április
<b>1. Külső finanszírozási igény</b>	<b>-1593</b>	<b>-1788</b>	<b>-1406</b>	<b>-1777</b>	<b>-6564</b>	<b>-1762</b>	<b>-1018</b>
1.1 A folyó fizetési mérleg egyenlege	-1488	-1797	-1418	-1786	-6488	-1705	-1070
1.2 Tőkemérleg egyenlege	-105	9	12	9	-75	-57	52
<b>2. Finanszírozás</b>	<b>4279</b>	<b>177</b>	<b>1604</b>	<b>1037</b>	<b>7096</b>	<b>1629</b>	<b>996</b>
2.1 Közvetlen tőkebefektetések	-69	250	79	515	775	327	537
2.1.1 Működőtőke-befektetések külföldön	-472	-169	-37	-729	-1408	-252	-14
2.1.2 Működőtőke-befektetések Magyarországon	403	419	115	1244	2182	579	551
2.2 Konszolidált államháztartás hitelforgalma	1559	-289	1236	-271	2234	972	-183
2.2.1 MNB-hitelforgalom	-116	-541	-771	-421	-1849	-736	-35
2.2.2 Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	947	-12	1146	280	2361	923	14
2.2.3 Külföldiek állampapír-vásárlása	728	264	861	-130	1722	785	-163
2.3 Magánszektor nettó tőkebevonása	2626	102	331	616	3676	134	643
2.3.1 Hitelintézetek forrásbevonása	2647	-86	320	484	3365	246	327
2.3.2 Portfólióbefektetések (részvény)	212	38	147	-172	224	270	26
2.3.3 Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	-232	150	-136	304	87	-382	290
2.4 Tévedések és kihagyások egyenlege	163	114	-42	177	412	139	-2
<b>3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)</b>	<b>2686</b>	<b>-1611</b>	<b>198</b>	<b>-740</b>	<b>532</b>	<b>-133</b>	<b>-23</b>

## IV. 5. TARTÓS LESZ-E A FELDOLGOZÓIPARI TERMELÉKENYSÉG GYORS NÖVEKEDÉSE?

IV.

2003 második felétől a külső konjunktúra élénkülése mind erősebben érezteti a hatását a hazai gazdaság növekedésében. A feldolgozóiparban ugyanakkor a munkaerő-kereslet nem követte a termelés felfutását, amely jelentős termelékenységnövekedéshez vezetett.<sup>40</sup> Ezzel párhuzamosan a feldolgozóipari bérinfláció a tavalyi évben gyorsulni kezdett, és az előrejelzések kapcsán kérdésként merült fel, hogy a jövőben milyen időtávon biztosíthatja a termelékenység dinamikus bővülése a vállalatok versenyképességét a magas bérkiáramlás mellett. Más szóval számolhatunk-e a jövőben a hazai termelékenység magas növekedési ütemének fennmaradásával?

A termelékenység elmúlt időszakban erőteljes növekedése nem tekinthető hazai sajátosságnak: a jelenség, amelyre a szakirodalomban „jobless recovery” néven hivatkoznak, az USA-ban először a kilencvenes évek elején volt megfigyelhető. A jelenlegi fellendülés mind a tengerentúlon, mind Európában a korábbi évekhez hasonló jegyeket mutat. Nem véletlen, hogy az elmúlt hónapokban számos elemzés látott napvilágot e témában.<sup>41</sup> A tanulmányok döntő hányada arra a következtetésre jut, hogy a „jobless recovery” jelensége mögött a termelés strukturális átalakulása áll, és így a termelékenység magas dinamikájával hosszú távon is számolni lehet.

Az alábbi elemzésben a hazai termelékenység elmúlt másfél évi alakulását vizsgáljuk. Mivel a termelékenység a konjunktúraciklussal szorosan együttmozog, ezért a termelékenységet a ciklikus és strukturális hatások együttesen alakítják. Ennek megfelelően először egy aggregált idősoros elemzés keretében arra keressük a választ, hogy a feldolgozóipar elmúlt negyedévekben tapasztalt termelékenységbővülése milyen mértékben magyarázható ciklikus, illetve strukturális hatásokkal.

Az elemzés második részében a termelékenység növekedését ágazati összetevőkre bontjuk, illetve megvizsgáljuk a tőkeintenzitás és a technológiai fejlődés szerepét.

Az idősoros elemzésből származó eredményeink azt mutatják, hogy a termelékenység alakulása ciklikus hatásokkal alapvetően jól magyarázható. A növekedés összetevőire koncentrált elemzés ugyanakkor azonosított strukturális tényezőket is: a munka-tőke helyettesítés, illetve a textilipar leépülése a termelékenység emelkedésének irányába hatott. A gyors növekedésben legnagyobb mértékben a technológiai fejlődés játszott szerepet, amely valószínűleg összefüggésben áll az információtechnológia dinamikus hazai fejlődésével. Hosszú távon azonban ezen strukturális hatások gyengülését feltételezzük. Összességében úgy véljük, hogy a termelékenység dinamikája hosszú távon nem fenntartható, és a jövőben annak lassulásával kell számolnunk.

### Milyen mértékben magyarázható a termelékenység bővülése a konjunktúraciklus alakulásával?

Az elméleti megfontolások és a hazai tapasztalatok szerint a termelékenység prociklikusan mozog, azaz a konjunktúra felívelő szakaszában gyorsul, míg hanyatlás idején lassul. Első lépésben arra keressük a választ, hogy a termelés és a munkafelhasználás konjunkturális ingadozásai között, a múltban megfigyelt kapcsolat alapján, mekkora termelékenységnövekedés adódna a fellendülés jelenlegi szakaszában. Ha ez a becsült termelékenységbővülés számszerűleg nagyjából az aktuális adatokkal megegyező, akkor úgy véljük, hogy az elmúlt időszakban a ciklikus hatásokból erednek, ha annál kisebb, akkor strukturális hatások jelenlétét is feltételezzük.

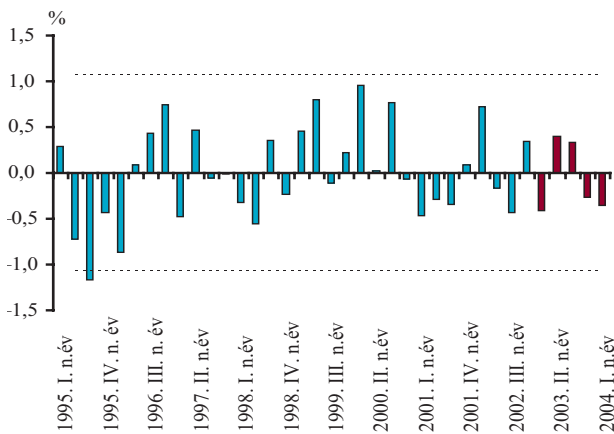
<sup>40</sup> Ebben az elemzésben a termelékenységet a hozzáadott érték és a munkaórátömeg arányaként értelmezzük, amely választást több tényező is indokolja. A munkaórátömegnek a nevezőben való szerepeltetése az átlagos munkaórák hatásának figyelembevételével lehetővé teszi, hogy közvetlenül az egységnyi munkafelhasználás és a termelés kapcsolatát vizsgáljuk. Mivel a termelékenység mutatóját leginkább versenyképességi elemzésre használjuk, ezért a hozzáadott érték megfelelőbb mutatónak tekinthető, mint a bruttó termelés, amely az anyagfelhasználást is tartalmazza.

<sup>41</sup> Az USA-ról I. Groschen, E. and Potter, S. (2003) „Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?”, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 9., No. 8.; Az EU-ról I. a Commission 2003/IV Quarterly Reportját, és Svédországról I. a svéd jegybank 2004/1-es Inflációs Reportját.



## IV-6. ábra

## A becült és aktuális munkafelhasználás eltérése 1995 I. n.év–2004 I. n.év



\*A szaggatott vonalak az egyenlet standard hibájának +/- kétszeresét jelölik.

A termelés és a munkaerő-felhasználás közötti kapcsolat számszerűsítése lényegében a munkaerő-felhasználási és a kibocsátási rés közötti regresszió 1995 I. negyedéves–2002 IV. negyedéves időszakon való becslését jelenti.<sup>42</sup> Ezután a 2003 I. negyedév–2004 I. negyedév közötti időszakra előrejelzést készítünk a becslést paraméterek segítségével, és azt vizsgáljuk, hogy az előrejelzett munkaerő-felhasználás milyen mértékben tér el a megfigyelt adatoktól. Az ábrán látható, hogy a reziduumok – bár az elmúlt két negyedévben negatívak voltak (azaz a munkaerő-felhasználás alacsonyabb volt, mint amit a konjunktúra jelenlegi szakasza indokolt volna) – az eltérés a múltbeli viselkedés alapján nem tekinthető sem szisztematikusnak, sem rendellenesen nagyoknak.<sup>43</sup> A termelékenység növekedési üteme tehát a ciklikus ingadozással jól magyarázható.

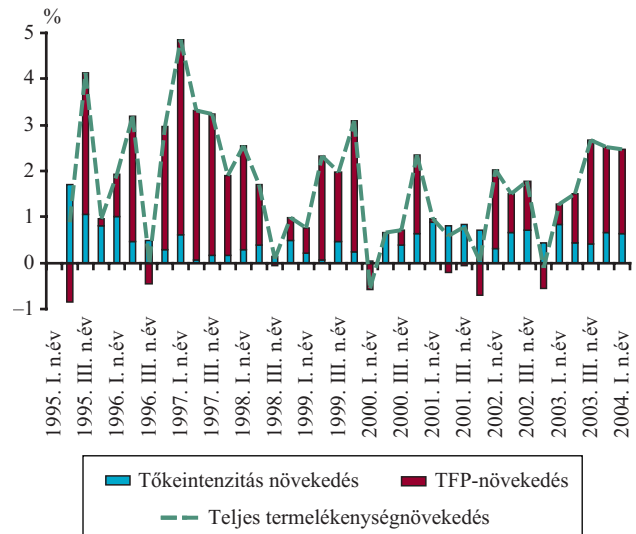
## Tőkeintenzitás-emelkedés, ágazati átrendeződés és technológiai fejlődés

Amint azt a korábbi jelentésekben jeleztük, a munkaköltségek 2001–2002-ben bekövetkezett relatív emelkedése feltételezésünk szerint a vállalatokat a munka tőkével való helyettesítésére ösztönözte, ami hozzájárulhatott a termelékenység dinamikus bővüléséhez. A termelékenység növekedésének termelési tényezők szerinti szétválasztása azt mutatja<sup>44</sup>, hogy a tő-

## IV-7. ábra

## A feldolgozóipari termelékenységnövekedés összetevői

(negyedév/negyedév növekedési ütemek)



Forrás: saját számítások.

keintenzitás csakugyan jelentős mértékben járult hozzá a feldolgozóipari termelékenység emelkedéséhez az elmúlt időszakban.

A korábbi jelentésekben leírtuk azt is, hogy a hazai feldolgozóipar munkaerő-keresletének visszaesése 2001 végétől nagyrészt egyetlen iparág, a textilipar hanyatlásának az eredménye. Ennek kapcsán egyrészt kérdésként merül fel, hogy a feldolgozóipari tőkeintenzitás emelkedése milyen mértékben tulajdonítható az ún. ágazati átrendeződés hatásának (mint például a munkaintenzív textilipar leépülésének), másrészt, hogy a textilipar térvesztése vajon tartósan növelte-e a feldolgozóipar tőkeintenzitását és ezzel a termelékenységét.

Eredményeink szerint a feldolgozóipari termelékenység elmúlt időszakos növekedésében az ágazati átrendeződés jelentős szerepet játszott.<sup>45</sup> 2001-ben és 2003-ban a munkaintenzív ágazatok vesztek a súlyukból, és ezzel segítették a termelékenység bővülését. Ez részben a textilipar visszaszorulásával függ össze. 2002-ben ugyanakkor a textilipar jelentős leépülése mellett is növekedett a munkaintenzív ágazatok foglalkoztatáson be-

<sup>42</sup> Az összefüggést, amelyre Okun törvényeként hivatkozik a közgazdaságtan, az alábbi konkrét formában becslük:  $y_t = c + x_t + y_{t-1} + x_{t-1} + \varepsilon_t$ , ahol az  $y_t$  a munkaerő-felhasználási rés, az  $x_t$  pedig a kibocsátási rés logaritmusát jelöli. A réseket HP-filterrel számoltuk. Az egyenletet az  $x_t$  magyarázó változó endogenitása miatt kétféle lépésű legkisebb négyzetek (TSLS) módszerével becslük.

<sup>43</sup> Az eltérés szignifikanciaszintjét az egyenlet standard hibájának kétszeresével közelítjük.

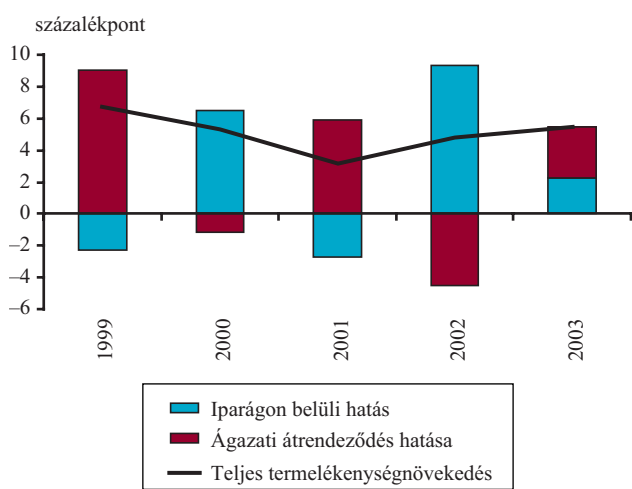
<sup>44</sup> A munkatermelékenység felbontása semleges technológiai fejlődés feltételezése mellett Cobb–Douglas termelési függvény segítségével történt, a  $dY-dL = dA + (1-\alpha)(dK-dL)$  formula alapján, ahol  $Y$ ,  $L$ ,  $A$ ,  $K$  a feldolgozóipari hozzáadott érték, a munkaóra-tömeget, a technológiai fejlődést és feldolgozóipari tőkeállományt jelöli,  $\alpha$  a munka részesedése a jövedelemből. A  $d$  a negyedéves indexe logaritmusát jelöli. Az  $Y$  és  $L$  KSH statisztikából adott, a  $K$  saját becslés,  $\alpha$ -t az NSZLA 1998-as korrigált bérhányadatából számoltuk. Az  $A$  maradékelven adódik.

<sup>45</sup> Ha a feldolgozóipari termelékenységet az ágazati termelékenységek foglalkoztatási súlyokkal vett összegeként definiáljuk, akkor a teljes termelékenységnövekedés két összetevőre bontható. Egyfelől a változatlan foglalkoztatási súlyokkal kumulált ágazati termelékenységváltozások az iparágon belüli munkaintenzitás változását adják. Másrészt a foglalkoztatási arányok megváltozásának termelékenységi súlyokkal történő összesúlyozása az ágazati átrendeződés hatását mutatja.

lülí részaránya, ami az élelmiszer-, gumigyártás és fémipar növekedésének az eredménye. A textiliparon kívüli ágazatok munkaintenzitásának növekedése arra hívja fel a figyelmet, hogy a textilipar leépülése miatt önmagában nem feltétlenül számolhatunk a munkaintenzitás tartós csökkenésével a feldolgozóiparban. Ráadásul az EU országokban az ágazati összetételhatás a hazainál lényegesen kisebb és csökkenő trendet mutat, az USA-ban pedig negatív.<sup>46</sup> Ennek alapján hosszú távon az ága-

#### IV-8. ábra

#### Az ágazati átrendeződés hatása a feldolgozóiparban (1999–2003)



zati összetételhatás csökkenésével, illetve megszűnésével számolhatunk. A magas termelékenységi ütemet tehát az ágazati átrendeződésből eredő hatás sem tarthatja fenn hosszú távon.

A IV-7. ábrán látható, hogy az elmúlt negyedévek munkatermelékenység-emelkedésében alapvetően nem a tőkeintenzitás erősödése, hanem a technológiai fejlődés játszott szerepet. A technológiai fejlődést az irodalom napjainkban döntő részben az információs technológia terjedésével azonosítja.

Az ICT-szektor hazai szerepéről különösen az elemzés szempontjából releváns elmúlt hat negyedéves időhorizonton kevés információval rendelkezünk. A nemzetközi irodalom alapján elmondható<sup>47</sup>, hogy az ICT-szektor súlya hazánkban a számítógépgyártás megtelepülése miatt a térséghez viszonyítva relatíve magas, és így az ICT-szektor a termelékenységnövekedéshez való hozzájárulása az 1995–2001 időszak átlagában meghaladta mind a kelet-közép-európai országokban, mind az EU-ban tapasztalt szintet. Ugyanakkor a termelékenység növekedési ütemének hosszú távú fenntarthatósága szempontjából döntő fontosságú ún. szétterjedési hatás (spillover effect) megjelenése a hazai adatokon egyelőre nem kimutatható. Az ICT-szektor termelékenységnövekedéshez való hozzájárulása és a szétterjedési hatás számszerűsítése további elemzést igényel.

<sup>46</sup> L. „Focus on Slow productivity growth in the euro area: causes and possible remedies” az EU Commission 2003/IV Quarterly Report.

<sup>47</sup> Van Ark, B.–Piatkowski, M. (2004), „Productivity, Innovation and ICT in Old and New Europe”, GGDC Research Memorandum GD-69. és Piatkowski, M. (2004) „The Aggregate Contribution of ICT to Output and Labour Productivity Growth in Transition Economies”, paper prepared for the TIGER Conference „ICT as Drivers of Development in Transition Economies”, Warsaw 14 May, 2004.



## IV. 6. NAPTÁRI HATÁSOK A REÁLGAZDASÁGI IDŐSOROKBAN

Egyes fontosabb reálgazdasági mutatók első negyedévi adatai sok esetben a mögöttes folyamat erősebb növekedését mutatták, mint amit a jelentéshez készített előrejelzéseink tartalmaztak. Az eltérés vizsgálata során felmerült, hogy a szezonálisan kiigazított idősorokból, melyeken előrejelzéseink alapulnak, az ún. naptári hatások ki vannak szűrve, így, amennyiben ezek a hatások egy éven belül jelentősek, akkor az eredeti adatokból származtatható növekedési ütemek eltérnek a szezonálisan kiigazított idősorból számolhatóktól. A naptári hatásokat nagyobb részletességgel megvizsgálva fény derült arra, hogy némely fontos reálgazdasági változóban, mindenekelőtt a GDP- és az ipari termelés idősorban ezek a hatások statisztikai értelemben szignifikánsak, s az említett idősorok első negyedévi, a jelentésben adott implicit előrejelzésünket meghaladó magas növekedéséből egy rész a naptári hatásoknak (például szökőév miatt eggyel több nap) tulajdonítható. Érdekes eleme azonban a vizsgálatnak az is, hogy ugyanakkor a GDP felhasználási oldali tételeinek egyikében sem mutathatók ki (az elfogadott statisztikai szignifikanciaszinteken) naptári hatások. Az elemzett idősorok visszamenőleges rövidege miatt a naptári hatások becslést, számszerű értékét óvatossággal kell kezelni.

### IV. 6. 1. ÁTTEKINTÉS A NAPTÁRI HATÁSOKRÓL

A reálgazdasági folyamatok elemzésekor, illetve előrejelzésekor szezonálisan kiigazított idősorokat használunk. Az általunk használt, az Eurostat által is hivatalosan támogatott kiigazító eljárásban (TRAMO/SEATS) a különféle idősorkomponensek (trend, ciklus, szezon) nem ad hoc, hanem modell alapon kerülnek leválasztásra.<sup>48</sup> Ez a leválasztás csak akkor lehet megfelelő, ha előigazításokkal az idősorból a „rendkívüli” hatásokat (kilógó értékeket, naptári hatásokat, azonosítható egyedi hatásokat, továbbá az esetleges hiányzó adatok okozta hatásokat) kiszűrjük. A különféle elemzéseinkben szereplő szezonálisan kiigazított adatok, idősorok tehát ezeket a hatásokat nem tartalmazzák.

Naptári hatások egy idősor vonatkozásában az egymás utáni (illetőleg egymással összehasonlított) időszakok eltérő munkanapszáma, eltérő hosszúsága, továbbá bizonyos megnövekedett aktivitást eredményező ünnepek más-más naptári időszakban való megjelenése miatt jelentkeznek.

Az első esetben arra kell gondolni, hogy egy adott év valamelyik időszakában (hónapjában vagy negyedévében) a hétvége napjainak és a fix állami ünnepeknek a naptári elhelyezkedése következtében akár két-három munkanappal is több (vagy kevesebb) lehet, mint az előző időszakban vagy az előző év azonos időszakában. Ezekben az esetekben a munkanaptöbblet miatti esetleges magasabb növekmény az adatban nem a folyamat tényleges irányultságát tükrözi, ezért is szűrjük ki ezt a hatást előrejelzések készítésénél. Ez a naptári hatások első típusa: a *munkanaphatás*<sup>49</sup>.

Szökőévek megfelelő időszakában (havi gyakoriságú adatok esetén februárban, negyedéves frekvencia mellett az első negyedévben) egy nap többlet jelentkezik, mely szintén naptári hatást eredményez. Periodikus előfordulása okán ez a hatás elkülöníthető a munkanaphatástól, ezért külön beszélhetünk *szökőévhatásról*.

Hogy valóban két külön hatásról van szó, azt úgy a legkönnyebb belátni, hogy egy lényegében folyamatosan működő üzemet (például egy erőmű), illetve egy, az összes szabad-, munkaszüneti-, és ünnepnapon szünetelő üzemet (például egy varroda) gondolunk el. Az első üzem esetében munkanaphatásról nem beszélhetünk, viszont érződik a szökőév (eggyel több naptári nap) hatása. Utóbbi üzem esetében valószínűleg erőteljes munkanaphatás érződhet, miközben a szökőévhatás nem biztos, hogy szignifikáns. A valóságban mindkét típusú üzemből sok létezik, de a munkanaphatás és a szökőévhatás elválasztására aggregáltabb szinteken is jó módszerekkel rendelkezünk.

<sup>48</sup>A program ingyenesen letölthető a EUROSTAT szezonális igazítással foglalkozó honlapjáról.

[http://forum.europa.eu.int/Public/irc/dsis/eurosam/library?l=/software/demetra\\_software&vm=detailed&sb=Title](http://forum.europa.eu.int/Public/irc/dsis/eurosam/library?l=/software/demetra_software&vm=detailed&sb=Title)

<sup>49</sup>Hosszabb, magasabb frekvenciájú (havi) idősorokban a hét különböző napjai (hétfő, kedd ...) számának változása is naptári hatásokhoz vezethet, ezt kereskedésnap-hatásnak nevezzük.

A naptári hatások harmadik formája a mozgó ünnepekhez kötődik. Magyarország vonatkozásában mozgó ünnepek alatt a húsvétra, illetve a pünkösdre kell gondolni. Ezek az ünnepek különböző években más-más hónapban jelentkezhetnek, húsvét esetében még a negyedév is eltérhet. Ez megzavarhatja az idő-sor amúgy normálisnak tekinthető szezonálisát, ezért ezt a típusú naptári hatást is kezelni kell a tényleges szezonális komponens leválasztása előtt. Mivel a megnövekedett aktivitás nem egyetlen napra, hanem húsvét vasárnapja előtt többre is kiterjed, ezért az általunk használt szezonális kiigazító eljárásban egy külön korrekciós tényező az ún. *húsvéthatás*<sup>50</sup>.

Ha egy idő-sorban a naptári hatások bármelyik formája jelen van, akkor különbség lesz a kiigazítatlan idő-sorból, valamint a naptári hatásoktól előzetesen megszürt, szezonálisan kiigazított idő-sorból származó növekedési ütemek között. Ebben az anyagban ezért naptári hatások után kutatunk azokban a fontosabb reálgazdasági változókban, amelyekre negyedéves jelentésünkben előrejelzést adunk, illetve amelyek az inflációs előrejelzés megalapozásában kulcsfontosságúak. Ahol kimutathatók ezek a hatások, ott ezeket a 2004. évre adott előrejelzések szemszögéből is megnézzük, vagyis azt próbáljuk számszerűsíteni, hogy a májusi jelentésben adott számokhoz képest milyen irányú és mértékű eltérést okozhatnak ezek.

#### IV. 6. 2. A NAPTÁRI HATÁSOK AKTUALITÁSA

A naptári hatások jelentősége azért vetődött fel, mert 2004-ben a sokévi átlagnál több ünnep esik hétvégére, ezáltal a munkanapok száma magasabb akár a sokévi átlagnál, akár a 2003-as munkanapok számánál. 2004 emellett szökőév is, vagyis bizonyos reálgazdasági mutatók 2004-es adataiban lehet számítani mind munkanap-, mind szökőévhatásra. A két hatást, amint azt feljebb indokoltuk, nem szerencsés egybemosni.

A naptári hatások jelentőségéhez illusztrációként az EKB és a Bundesbank elemzései állnak rendelkezésre.<sup>51</sup> Az EKB (a 2004. júniusi havi bulletinjében) hat ország (Belgium, Franciaország, Hollandia, Németország, Olaszország és Spanyolország) GDP-idő-sorában vizsgálta a naptári hatásokat. A 2004-es éves átlagos GDP-

növekedés vonatkozásában a legerősebb hatást Németország esetében becsülték (+0,5 százalékpont), Franciaország esetében még viszonylag jelentősebbet (+0,2–+0,3 százalékpont), a többi ország esetében azonban nem mutatkozott jelentős hatás. A Bundesbank nemcsak a GDP-, hanem termelési és felhasználási idő-sorok együttesére is végzett vizsgálatot a naptári hatásokkal illetően. Magára a GDP-re igen erős, 0,6 százalékpontos naptári hatást becsülték, azaz naptári hatások nélkül csak 1,2 százalékos, azokkal együtt azonban 1,8 százalékos gazdasági növekedést mondanak 2004-re.

#### IV. 6. 3. A NAPTÁRI HATÁSOK SZÁMSZERŰSÍTÉSE

A naptári hatások magyarországi számszerűsítése előtt fontos hangsúlyozunk, hogy a számítás igen bizonytalan, elsősorban a hazai idő-sorok rövidege miatt. Az általunk szezonális kiigazításra használt módszer (a TRAMO/SEATS<sup>52</sup>) a naptári hatásokat még az idő-sor komponensekre bontása előtt kiszűri a vizsgált idő-sorokból. A kiszűrés minősége az idő-sor komponensekre bontásának minőségét is meghatározza, ezért jelenlegi vizsgálatunkkal egyidejűleg áttekintettük, hogy a kiigazító program magyar naptári beállításai (melyek még 1999-ben kerültek rögzítésre) megfelelőek-e.<sup>53</sup>

A naptári hatások becslését a változatlan áras GDP-idő-soron mutatjuk be, a többi idő-sorban azonosítható naptári hatásokat egy összehasonlító jellegű táblázatban mutatjuk be. A GDP-idő-sor 1995 I. negyedévéől 2004 I. negyedévéig tartó tényadatain jelenleg legjobbnak tekintett kiigazítás alapján a naptári hatások közül egyedül a szökőévhatásnak van (a legelfogadottabbnak tekinthető 5 százalékos szinten) szignifikáns magyarázóereje. Az idő-sorból tehát sem szignifikáns munkanap-, sem húsvéthatás nem mutatható ki (emellett a naptári hatásokon kívül egyéb előigazítások sem szükségesek).

Ennek megfelelően a naptári hatásoktól megtisztított, illetve az eredeti GDP-idő-sor összevetésével lényegében a szökőévhatást fejtjük vissza.<sup>54</sup> Ennek a szökőév naptári természetéből fakadóan meglehetősen kézenfekvő lefolyása van: jelentősebb eltérés csak a négyvel

<sup>50</sup> Ilyen hatás elvileg a karácsony előtt is jelentkezik, de karácsony fix ünnep, így a hatás állandóan decemberben, illetőleg a negyedik negyedéven belül érződik, ezáltal a normális szezonális részének tekinthető

<sup>51</sup> Ezenkívül szóbeli konzultáció alapján tudjuk, hogy az OECD is megpróbálta számszerűsíteni a naptári hatásokat, amelyek jelentőségét nem vitatták, de mértékében viszonylag alacsonynak gondolják.

<sup>52</sup> A Demetra ezenkívül az X12-ARIMA módszert is lehetőségként ajánlja fel a kiigazításhoz. Hacsak erős érvünk nincs az ellenkezőjére, akkor „flow” idő-sorok esetében inkább az országspecifikus munkaszüneti napokat (például március 15.) is figyelembe venni tudó TRAMO/SEATS-eljárást alkalmazzuk. „Stock” idő-sorok esetében viszont az X12-ARIMA-nak vannak jobb beépített lehetőségei, ez azonban az elemzési munkában ritkábban merül fel.

<sup>53</sup> A TRAMO/SEATS beépített országspecifikus ünnepblokkjának áttekintése után feltűnt, hogy a 2000. év óta munkaszüneti nappá vált november 1-jét a magyar „szett” nem tartalmazta, ami önmagában is indokolja a főbb idő-sorok újragazítását. Ezenkívül úgy döntöttünk, hogy december 24-ét is munkaszüneti napként vesszük figyelembe a kiigazító programban, mert a hivatalosan munkanapnak számító december 24-én és december 31-én a normálisnál jóval alacsonyabb a gazdasági aktivitás, s ezt is figyelembe kell venni egyfajta korrekcióként. Mivel a két nap mindig a hét ugyanazon napjára esik, pótlólagos komplikációt ez a választás nem okoz.

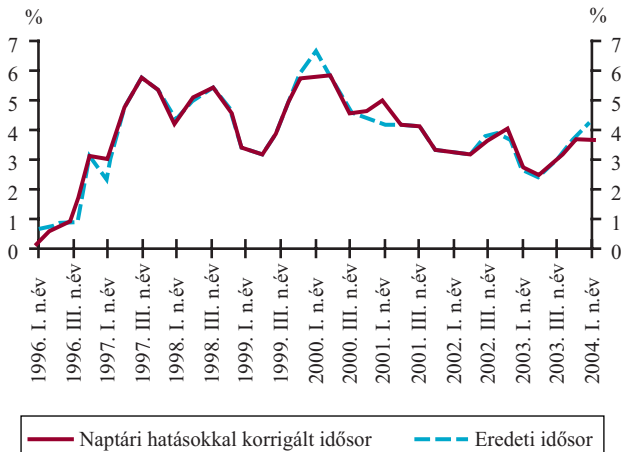
<sup>54</sup> Az ezen felüli kisebb eltérések az egyébként nem szignifikáns munkanaphatásokat mutatják; mint azt írtuk, önmagában csak szökőév-korrekciót nem lehet kérni, így ezekkel mindenképpen történik előigazítás, akár szignifikánsak, akár nem.

osztható naptári évek első negyedében, valamint a rá következő év első negyedében (ekkor ellentétes előjellel) mutatkozik (lásd az alábbi ábrát).

#### IV-9. ábra

### A naptári hatásokkal korrigált és az eredeti GDP-idősor eltérése

(növekedési ütemek az előző év azonos negyedéhez képest)



A fenti eltérések következményeként nagyjából az is sejthető, hogy a GDP éves átlagos növekedési ütemeiben számottevő eltérés csak a szökőévben és a rá következő évben jelentkezik, s ezek az eltérések ugyancsak fordított előjelűek. Mindamelllett százalékpontban ezek az eltérések sem voltak jelentősek.

Míg tehát a szökőévek és a rájuk következő évek első negyedéiben az éves növekedési ütemek között jelentős különbségek mutatkoztak (a legfrissebb 2004 I. negyedévi adat esetében a KSH által publikált eredeti adatból számolt 4,2 százalékos növekedéssel szemben a naptári hatásokkal korrigált idősorból csak 3,6 százalékos növekedés adódik), addig éves szinten a legjelentősebb eltérés 2001-ben mindössze 0,2 százalékpontos volt, igaz, akkor fordított előjellel, vagyis a korrigált idősorból számolt növekedés meghaladta az eredeti idősorból származtathatót. Ennek alapján a magas első negyedévi különbség ellenére 2004-ben

sem kellene azt gyanítanunk, hogy 0,2 százalékpontnál magasabb eltérés várható az általunk a naptári hatásoktól kiszűrt, szezonálisan kiigazított idősoron alapuló éves növekedési előrejelzésünk és a naptári hatásokkal tartalmazó eredeti GDP-idősorból számolható éves növekedési ütem között. Ugyanakkor a számítás alapján azt is prognosztizálhatjuk, hogy a naptári hatások léte a 2005-ös évi növekedést hasonló mértékben lefelé torzíthatja.

Ezzel kapcsolatban azonban meg kell említeni, hogy a kiigazításra rendelkezésre álló idősorunk nem túl hosszú, mindössze három szökőévet tartalmaz, s a megelőző két szökőévben (1996-ban és 2000-ben) a mostaninál jelentősen kevesebb munkanap volt, vagyis lehet, hogy a munkanaphatás a túl rövid idősor miatt nem robusztus. Emiatt 2004-ben valamivel nagyobb eltéréssel számolunk az eredeti idősorból származtatható növekedési ütemek javára, mint a becsült átlagos szökőévhatás.

Az egyéb reálgazdasági makrováltozók hasonló vizsgálata alapján a naptári hatásokkal kapcsolatban eredményeinket az alábbi táblázatban foglaljuk össze. Ebből az látható, hogy a GDP és az ipari termelés idősorán kívül más idősor lényegében nem tartalmaz naptári hatásokat. Ezt mindenképpen némi fenntartással kell fogadnunk, és a korábban említett csillapító tényezőknél, valamint az idősorok viszonylagos rövidségén kívül arra is gyanakszunk, hogy egyes kisebb aggregátságú idősorok (az adatgyűjtés és a statisztikai jelentőrendszer problémái eredményeképp) nem kielégítő minőségben kerülnek publikálásra, ill. esetleg bizonyos olyan fokú korrekciókat végeznek velük közlés előtt, amelyek a naptári hatásokat is eltompítják, vagy teljesen eliminálják. Hasonló gyanú a magyar GDP-adatközléssel kapcsolatban már nemzetközi fórumon is felmerült.

Ebből kifolyólag az egyes magyar reálgazdasági idősorokból feltárt naptári hatások interpretálásával, kommunikációjával kapcsolatban egyelőre fokozott óvatosság ajánlott.

#### IV-9. táblázat

### Az eredeti és a naptári hatásokkal korrigált GDP-idősorból számolt növekedési ütemek és azok eltérése (százalék)

	I. negyedévi éves növekedés			Éves átlagos növekedés		
	Eredeti	Korrigált	Eltérés*	Eredeti	Korrigált	Eltérés
1996	0,59	0,11	0,48	1,32	1,20	0,12
1997	2,31	3,01	-0,70	4,57	4,71	-0,14
2000	6,56	5,73	0,83	5,20	5,15	0,05
2001	4,17	4,88	-0,71	3,85	4,04	-0,19
2004	4,24	3,63	0,60			

\* Százalékpont.

## IV-10. táblázat

## Naptári hatások egyes fontosabb reálgazdasági idősorokban\*

	Kiigazítási időszak	Munkanap- hatás	Szökőévhatás	Húsvéthatás
GDP	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	+	–
– paraméter		0,0003	0,0065	
– t-érték**		1,17 (2,02)	2,42 (2,02)	
Ipari termelés	1992 I. n.év–2004 I. n.év	–	+	–
– paraméter		0,0005	0,0082	
– t-érték**		1,20 (2,01)	2,79 (2,01)	
Feldolgozóipari termelés	1992 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Feldolgozóipari hozzáadott érték	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Piaci szolgáltatások hozzáadott értéke	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Lakossági fogyasztás	1991 I. n.év–2004 I. n.év***	–	–	–
Versenyszektor bérei	1993 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Vállalati beruházás	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Áruexport	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–
Áruimport	1995 I. n.év–2004 I. n.év	–	–	–

\* Csak a naptári hatásoknak betudható változás százalékpontban.

\*\* Zárójelben az 5 százalékos szignifikanciaszinthez tartozó érték.

\*\*\* Az idősor nem homogén, részmintákon külön kiigazított időszakok összeláncolásával áll elő.

## IV. 7. HOGYAN HAT A GAZDASÁGI CIKLUS AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS EGYENLEGÉRE?

A ciklikusan igazított államháztartási egyenleg (cyclically adjusted budget deficit, továbbiakban CAB) számos intézmény (Európai Bizottság, EB; Európai Központi Bank, EKB) által vizsgált fiskális mutató. A CAB alap gondolata a gazdasági ciklusok átmeneti hatásának kiszűrése a publikált költségvetési hiányból, így a tényleges/diszkrecionális fiskális expanzió vagy szigorítás meghatározása.

A ciklikus komponensek kiszűréséhez először meg kell határozni a különböző változók potenciális szintjét, ill. hosszú távú trendjét. A változók potenciális szintjének és így a CAB meghatározásának is két, alapjaiban különböző nemzetközi megközelítése létezik. Az EB közvetlenül a GDP-ből származtatott aggregált kibocsátási rés felhasználásával számítja a gazdasági ciklusok költségvetésre gyakorolt hatását, azaz egyetlen reálgazdasági ciklikus mérőszámmal fejezi ki a gazdaság ciklikus pozícióját.<sup>55</sup> Az eljárás alapvető feltételezése tehát az, hogy az egyes GDP-komponensek ugyanabban a ciklikus pozícióban vannak, mint az aggregált kibocsátási rés.

Mivel a különböző GDP-komponensek nem szükségszerűen vannak ugyanabban a ciklikus pozícióban, valamint ezeknek eltérő hatásuk lehet a költségvetésre, ezért az EKB egy dezaggregált megközelítést alkalmaz, azaz a GDP-komponenseket külön-külön vizsgálja.<sup>56</sup> A dezaggregált megközelítés azonban nem az aggregált kibocsátási rés felbontásán, hanem az egyes GDP-komponensek önálló vizsgálatán alapul. Az EKB a trend értékének meghatározásához, a könnyű reprodukálhatóság érdekében, egyváltozós módszert (ún. HP-filtert) alkalmaz.

Egy most közzétett tanulmányunkban<sup>57</sup> a fenti két módszer előnyeit ötvöztük, amely felhasználja az EB-módszer termelési függvényen alapuló kibocsátási rését, ugyanakkor közgazdasági összefüggések felhasználásá-

val bontja fel az aggregált kibocsátási részt a releváns GDP-komponensekre. A módszer dezaggregált jellege miatt eredményeiben az EKB-módszerhez áll közel.

A ciklikusan igazított államháztartási egyenleget a becsült ciklikus komponens felhasználásával kapjuk meg úgy, hogy a GDP-arányos eredeti egyenlegből kivonjuk a ciklikus komponens. Ha a ciklikus komponens negatív, akkor a ciklikusan igazított hiány kisebb a publikált eredeti (hivatalos) hiánynál és fordítva, pozitív ciklikus komponens esetében a ciklikusan igazított hiány nagyobb az eredeti hiánynál.

Az aggregált és a dezaggregált megközelítés fő különbsége 2002–2003-ban figyelhető meg. A korábban alacsonyabb GDP-növekedés következtében kialakult negatív aggregált kibocsátási rés miatt az EB-módszer negatív ciklikus komponens jelez, azaz a ciklikus hatásoktól megtisztított hiány kisebb (kedvezőbb) az eredeti hiánynál (l. a táblázatbeli ciklikus komponens negatív értékeit az „EB” oszlopban). Ugyanakkor az EKB és saját kutatási módszerünk (továbbiakban CMHP) a jelentős reálbér- és fogyasztás-növekedés miatt, amelyek a költségvetési bevételek meghatározó tényezői, ezen gazdasági változók a potenciális szintjük felett voltak, azaz a ciklikusan igazított hiány nagyobb (kedvezőtlenebb) volt a ténylegesnél.

Tanulmányunk egy másik érdekes eredménye, hogy a GDP elemeinek eltérő árváltozása miatt a reálváltozók ciklikus pozícióját ellensúlyozhatják az árhatások. Ebben az esetben az árhatások nélküli és az árhatásokat is tartalmazó ciklikus komponens eltérő előjelű is lehet. Ez történt 1995–1996-ban, amikor a reálváltozók költségvetést rontó ciklikus hatását a fogyasztói-ár-index és a GDP-deflátor elnyílása ellensúlyozta, sőt egyes módszerek szerint összességében költségvetést javító hatást eredményezett.

<sup>55</sup> Denis, C., M. K., and Röger, W. (2002) „Production Function Approach to Calculating Potential Growth and Output Gaps – estimates for the EU Member States and the US” European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers N° 176 – September 2002

<sup>56</sup> Bouthevillain, C., Cour-Thimann, P., van den Dool, G., P. H. Cos, Langenus, G., Mohr, M., Momigliano, S. and Tujala, M. (2001) „Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach” European Central Bank, Working Paper No. 77, September 2001

<sup>57</sup> Kiss Gábor–Vadas Gábor: Légy résen – az államháztartási egyenleg ciklikus buktatói, MNB Füzetek 2004/7, Magyar Nemzeti Bank, [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu) (angol nyelvű tanulmány).

**IV-11. táblázat**

**Mennyivel járult hozzá a ciklus az államháztartási egyenleghez a különböző számítási módszerek szerint?\***

	Ciklikus komponens			Ciklikus komponens árhatásokkal		
	EB	EKB	CMHP	EB	EKB	CMHP
1995	0,0	-0,4	0,1	0,6	0,2	0,7
1996	-0,4	-1,0	-0,6	0,3	-0,3	0,1
1997	0,1	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,3
1998	0,3	-0,4	0,0	0,7	0	0,4
1999	-0,2	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,3
2000	0,1	0,2	0,0	0,3	0,4	0,2
2001	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,0
2002	0,1	0,5	0,4	-0,1	0,3	0,2
2003	-0,2	0,8	0,4	-0,4	0,6	0,2

\* A GDP százalékában. Pozitív (negatív) érték jelzi, ha a gazdasági ciklus önmagában csökkentette (növelte) az államháztartási hiányt. A ciklikus komponens az eredeti (GFS vagy például ESA95) egyenlegből kivonva kapjuk az ún. ciklikusan igazított (ciklikus hatásoktól megtisztított) államháztartási egyenleget.



## IV. 8. AZ OLAJ VILÁGPIACIÁR-ALAKULÁSÁNAK HATÁSAI A MAGYAR GAZDASÁGRA

Az emelkedő olajárak a várható gazdasági hatások, valamint potenciális kockázatok irányába orientálták a legtöbb makrogazdasági elemző figyelmét. Mivel az olajárak alakulása jelentős hatást gyakorolhat a világgazdaság egészére és a magyar gazdaságra is, így jelen elemzésben a várható hatások összegzésére valamint számszerűsítésére teszünk kísérletet. A szimulációs eredmények bemutatása előtt fontosnak tartjuk a kőolajárak historikus elemzésének, valamint a magyar gazdaságra jellemző – a számszerűsített hatások szempontjából releváns – sajátosságok áttekintését is.

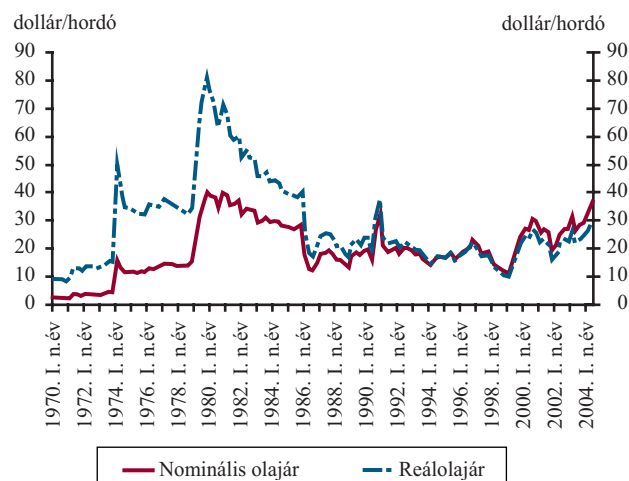
### IV. 8. 1. A KŐOLAJ VILÁGPIACI ÁRÁNAK HISTORIKUS ALAKULÁSA

Mint azt már a bevezetőben is említettük, az 1979–80-as válság óta nem volt a májusi, illetve júniusi szinthez mérhetően magas a kőolaj világpiacsi ára. Ugyanakkor, amennyiben a releváns közgazdasági hatásokat kívánjuk összegezni, akkor az egyéb termékeknél, illetve szolgáltatásoknál bekövetkező árváltozásokat is figyelembe kell vennünk. Az inflációs hatásokat kiszűrő ún. reálárszint alapján látható, hogy reál értelemben a jelenlegi olajárak messze elmaradnak az 1979–80-as, de még a 1973–74-es válság áraitól is.

#### IV-10. ábra

#### A reál- és nominális olajárak alakulása

(USA fogyasztóiár-indexével deflálva, 1995-ös árakon)

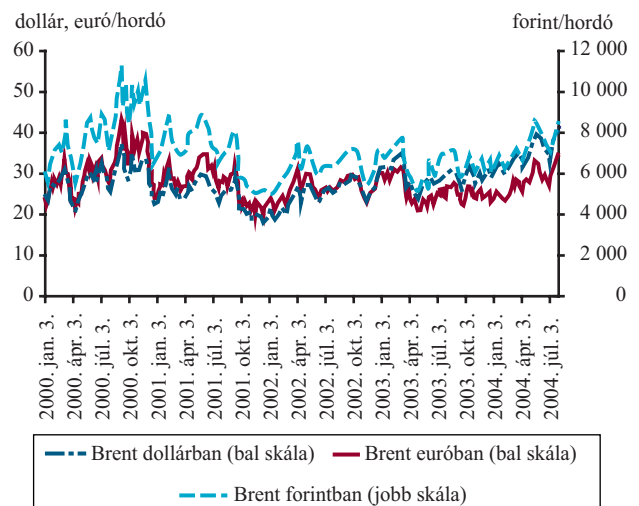


Forrás: IFS.

Az olajáraknak a magyar gazdaságra gyakorolt hatása csakis a USD/EUR – illetve ezzel párhuzamosan a HUF/EUR – árfolyam alakulásának figyelembevételével becsülhető. Bár a dollárban kifejezett olajárak trendszerű emelkedése már 2003 májusában elkezdődött, ám ezt az idei év februárjáig az euró közel azonos mértékű erősödése gyakorlatilag teljes mértékben kompenzálta. Ezért az euróövezet valamint a hozzá szorosan integrálódott gazdaságok – mint Magyarország – számára az olajárak növekedése csak az idei év elejétől vált markánsan is érzékelhetővé. Eltekintve néhány a forint euróval szembeni gyengülését eredményező periódustól (2003. június–augusztus), a forintban kifejezett olajárak az euróban denominálthoz lényegében hasonló dinamikát mutattak.

#### IV-11. ábra

#### A Brent típusú kőolaj árának alakulása dollárban, euróban, illetve forintban kifejezve



Forrás: Reuters.

### IV. 8. 2. A MAGAS OLAJÁR KIALAKULÁSÁNAK FŐBB TÉNYEZŐI

A jelenlegi olajárszint kialakulása több, közel egy időben bekövetkező árfelhajtó tényező együttes hatásának az eredménye.

Az elmúlt évben a világgazdaság túljutni látszott a konjunktúraciklus mélypontján, ami gazdasági növekedés

felívelésével párhuzamosan az olaj iránti kereslet növekedésben is megmutatkozik. Különösen gyors növekedés bontakozott ki Kínában és más délkelet-ázsiai országokban. A gazdasági növekedés tartóssá válásával a kőolaj iránti kereslet további fokozódására számíthatunk.

*Kínálati oldalon* ugyanakkor a jelenlegi kapacitások korlátossága nem tette lehetővé a kereslet kielégítését az árak emelkedése nélkül. A világ kőolaj-kitermelése jelenleg napi 65-70 milliárd hordó körül van, és ezen mennyiség ismereteink szerint érdemi mértékben rövid távon tovább nem növelhető. A legjelentősebb kőolaj-exportáló országokat tömörítő OPEC<sup>58</sup> tagjai – Szaúd-Arábiát leszámítva – már jelenleg is kvótájuk felett termelnek és jelentős további termelési kapacitásokkal már nem rendelkeznek. Hasonló a helyzet a nem OPEC-államok esetében is. Az elégtelen kínálat kialakulását jellemzően a korábbi kapacitásbővítő beruházások elmaradásai indokolják, amit néhány térségben a termelés háborús veszélyek miatti akadályoztatása is tovább mélyített.

Az elmúlt hónapokban az olajárak alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot fokozta a néhány nagy olajtermelő országot sújtó háborús események (Irak), illetve belpolitikai feszültségek (Nigéria, Venezuela) is.

Mint az rövid felsorolásunkból is érzékelhető, az olajárak napjainkban tapasztalható emelkedése nem köthető egyetlen gazdasági, politikai eseményhez. Az áremelkedés egyidejűleg jelentkező keresleti, illetve kínálati sokkok, valamint (háborús kockázatok miatt kialakuló) pszichikai tényezők együttesének az eredménye.

#### IV. 8. 3. ÁLTALÁNOS MEGFONTOLÁSOK A MAGAS OLAJÁR FŐBB GAZDASÁGI HATÁSÁIRÓL

Az elmúlt évtizedek tapasztalatai alapján az olajárak tartós megemelkedése a fejlett gazdaságokban jellemzően a GDP növekedési ütemének mérséklődéséhez vezetett. Ez részben reálgazdasági folyamatok, részben a reakcióként adott gazdaságpolitikai lépések következménye.

Az olajárak megváltozása leginkább a globális kereslet visszaesésén keresztül érezteti reálgazdasági hatásait. Az olajárak növekedése jövedelemátcsoportosítást eredményez az olajimportáló országok felől az olaj-exportáló országok irányába. Mivel a kőolaj-exportáló országok (jellemzően kevésbé fejlett államok) kereslete, (import) igényessége alacsonyabb, mint a kőolaj-importáló (jellemzően fejlett gazdaságok) országoké,

így a jövedelemátcsoportosulással párhuzamosan az aggregált kereslet is mérséklődik, ezzel rontva a gazdaságok külső konjunkturális kilátásait.

Az olajárak emelkedése cserearányromlást eredményez az importáló országokban, ami egyben az adott ország gazdasági szereplőinek reál- és pénzügyi vagyonát is mérsékli. Az ún. vagyonhatás eredményeként csökkenhet a gazdaság aggregált kereslete is.

Hasonló hatást eredményeznek, amennyiben az olajárak miatt emelkedő inflációra a munkapiacra meglévő rugalmatlanságok következtében a bérek rövid távon nem reagálnak, ezzel csökkentve az aggregált keresletet.

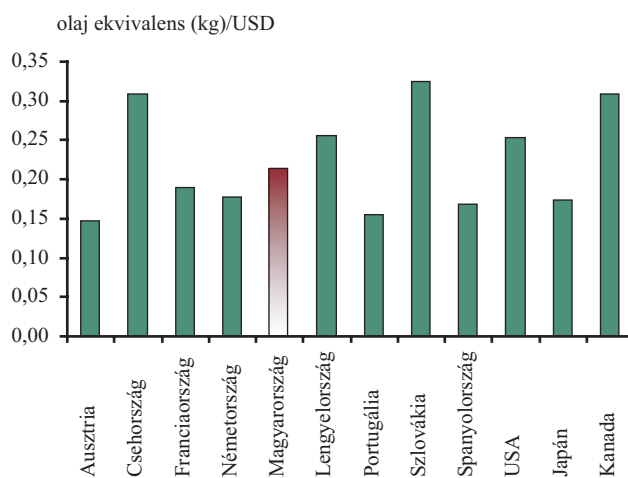
Az olajárak makrogazdasági hatásait nagyban befolyásolja a gazdaságpolitika reakciója is. A '70-es évekbeli olajválság tapasztalatai alapján, egy tartós olajár-emelkedés csak abban az esetben nem emeli meg tartósan a gazdasági szereplők inflációs várakozásait, ha a pénzügypolitika szigorú monetáris kondíciókat tart fenn.

A reálgazdasági hatás mértéke nagyban függ az adott gazdaság olajimport iránti kitettségétől, valamint a termelés energiaigényességétől. Mivel Magyarország hasznosítható, kiterjedt olajmezőkkel nem rendelkezik, és termelés energiaigényessége is szignifikánsan magasabb, mint a fejlett európai országokban, így vélhetően a reálgazdasági hatások hazánkat – az említett tulajdonságokkal rendelkező országokénál – nagyobb mértékben érinthetik.

#### IV-12. ábra

##### Néhány gazdaság energiaigényessége

(egydollárnyi GDP-előállításához szükséges energiafelhasználás 2001-es adatok alapján)



Forrás: Világbank, WDI-adatbázis.

<sup>58</sup> A 2004-es adatok alapján ezen szervezet biztosítja világ nyersolaj-kitermelésének 41 százalékát.



## Inflációs hatások

Az olajáraknak a fogyasztói árakra gyakorolt hatása nagyban függ az olajpiaci árhatás tartósságától. A fogyasztói kosár egy viszonylag szűk köre (üzemanyagok) gyakorlatilag azonnal reagál a világpiacon olajárak elmozdulásaira. Ezen termékkörben az olaj árának mozgása jellemzően szimmetrikusan jelentkezik. Ezzel szemben a fogyasztói javak zöménél csak tartós olajárváltozások fejtenek ki inflációs hatást. Ezen termékeknel, illetve szolgáltatásoknál az ármódosító hatás egy hosszabb „begyűrűződési” periódus eredménye, ami – figyelembe véve az árazási magatartásban meglévő merevségeket is – jellemzően aszimmetrikus áralkalmazkodást eredményez. Különösen veszélyes és gazdaságpolitikai eszközökkel nehezen kezelhető az olajárak emelkedésének – legyen az tartós, vagy csak átmeneti – inflációs hatása, amennyiben az árnövekedés egyben az inflációs várakozások megemelkedését is eredményezi.

Az alábbiakban igyekszünk feltérképezni azon főbb csatornákat, amelyeken keresztül a világpiacon olajárak befolyásolhatják egy kis nyitott gazdaság inflációs folyamatait. A tényezők felsorolását igyekeztünk az inflációs hatás időbeli jelentkezésének megfelelően alakítani.

### Költségoldali tényezők (az árhatások átfutási idejének sorrendjében)

A hazai valutában denominált olajárak változása közvetlen módon, gyakorlatilag azonnal módosítja a teljes fogyasztói kosár jelentékeny hányadát kitevő üzemanyagok árát. Ugyanakkor – mivel a legtöbb fejlett gazdaságban a benzin árát jelentős mértékű adók és egyéb adminisztratív díjak terhelik – így a termelői árak változása csak meglehetősen tompítva jelentkezik a fogyasztói árak alakulásában.

Az energiaárak (ide sorolhatjuk az üzemanyagokon kívül a piaci árazású, valamint a szabályozott árú energiatételeket) jelentős része vagy költségoldali hatások eredményeként, vagy pedig egyszerűen az árazási

képlet, illetve árszabályozási döntések kialakításának következményeként (gázár) szorosan együtt mozognak a világpiacon olajárakkal.

Az üzemanyagokat, illetve kőolajszármazékokat felhasználó ágazatokban (például szállítás, vegyipar) az olajárak emelkedése – az esetlegesen meglévő készletek kifizetését követően – relatív gyorsan költségoldali nyomásként jelentkezik.

Az olajárak magas szintjének tartós fennmaradása esetén az előbb említett „közvetítő ágazatok” áremelésének hatásaként az infláció gyorsulása gyakorlatilag a teljes maginflációs körben, illetve azon kívül is (például regulált nem energiaárak) érzékelhetővé válik.

### Keresleti tényezők

Az infláció emelkedését mérsékelheti, hogy az olajárak tartós emelkedése a gazdasági növekedés fékezésén keresztül csökkenti az adott gazdaságra jellemző output gap mértékét, ami enyhítheti a gazdaságban meglévő inflációs nyomást.

### Hatás a piaci szereplők várakozásaira

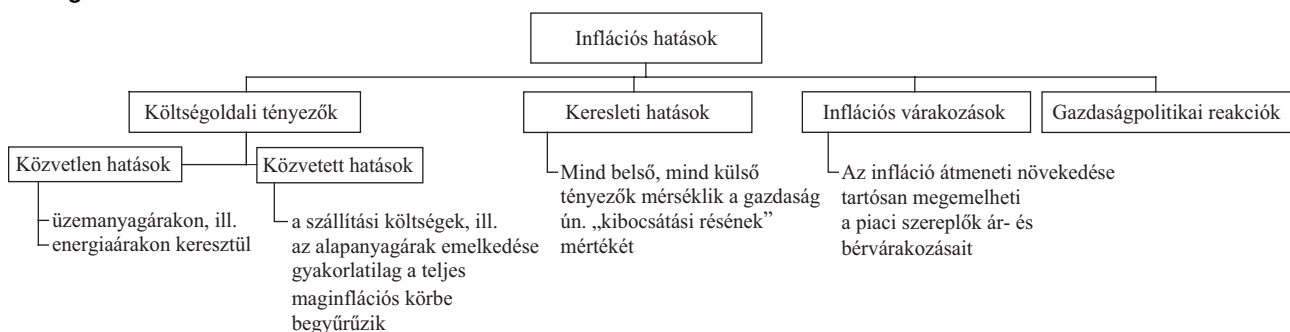
A tartósan megemelkedő olajárak felfelé módosíthatják a gazdasági szereplők inflációs érzékelését, illetve várakozásait, ami az ár- és bér (termelékenységtől elszakadó reálbér-növekedés) megegyezéseken keresztül hosszú távon is rontja az adott gazdaság inflációs kilátásait. A hatás annál nagyobb, minél magasabb a munkaerő-kapacitás kihasználtsága, minél erőteljesebb a munkavállalók érdekérvényesítési képessége, illetve minél kedvezőtlenebb az adott ország inflációs múltja.

## IV. 8. 4. SZIMULÁCIÓS EREDMÉNYEINK

A tartósan megemelkedő olajárak inflációs valamint reálgazdasági hatásait egy alternatív – az alappálya mentén feltételezettnél magasabb – olajárpálya elkészítésével szimuláltuk. Az ily módon kapott olajárpálya az áraknak a – 2004. július végén érvényes –

### IV-12. táblázat

#### Az olajárak főbb inflációs hatásainak vázlata



futures-árakhoz mért, tartósan – a teljes előrejelzési horizontunkon érvényes – 10 százalékkal magasabb szintjét feltételezi. Szimulációnkban konstans dollár/euró, valamint forint/euró árfolyammal számoltunk, illetve nem számoltunk a gazdaságpolitikai környezet megváltozásával. Könnyedén belátható, hogy mind a jegybank, mind a kormányzat közvetett, illetve közvetlen gazdaságpolitikai eszközeivel gyakorlatilag azonnal jelentékenyen befolyásolhatja a fentebb említett inflációs, illetve reálgazdasági folyamatokat. Becsléseink ezenkívül nem számszerűsítik a várakozások megváltozásából adódó hatásokat sem.

Szimulációnkat egy, a világgazdaságra felírt világmodell (NIGEM<sup>59</sup>), valamint a magyar gazdaságra kifejlesztett szimultán makroökonometriai modell (NEM<sup>60</sup>) segítségével végeztük.

### GDP-re gyakorolt hatás

A magasabb olajárak az idei évi GDP növekedési ütemét alig, míg a 2005. évit már némileg jelentősebb mértékben csökkentik. A gazdaság kibocsátására különösen a külső kereslet növekedési ütemének mérséklődése gyakorol jelentékeny hatást. A külső kereslet dinamikájának mérséklődésével párhuzamosan jelentkezik a belső kereslet – az alappályában előre jelzett-höz képest – fokozatos lanygulása is. Ez részben a főként exportra termelő vállalatok romló jövedelmezőségének, részben pedig az elszenvedett cserearányromlás egyéb – privát jövedelmeket érintő – hatásainak (például vagyongyökösítés) eredménye. Becsléseink szerint a magasabb olajárak gazdaságot fékező hatása különösen a következő év közepén erőteljesek, majd pedig az új jövedelmi és termelési struktúrák kialakulásával fokozatosan lecsengenek.

### Inflációs hatás

Az emelkedő olajárak kezdetben a közvetlen hatásokon keresztül befolyásolják a fogyasztói inflációt. Az üzemanyagárakban gyakorlatilag azonnal realizálódik az alapanyag árának növekedése. Ugyanakkor mivel Magyarországon a benzin árának közel kétharmadát teszik ki a különböző adó-, illetve adójellegű terhek,

így a termelői ár megváltozása nem jelent hasonló mértékű változást a teljes árban, miközben a termelői ár sem emelkedik – az egyéb termelési költségek kezdeti változatlansága következtében – az olajárak növekedésének teljesen megfelelő mértékben. Néhány negyedéves késéssel a világpiaci olajárak alakulása közvetlen módon befolyásolhatja bizonyos energiaárakat is (például a gázárképletben explicit módon is szerepel a gázolaj világpiaci ára, igaz megfelelő késleltetéssel), mivel ezek előállítására jelentős részben a kőolaj felhasználásán alapszik.

Számításaink szerint 2004-ben a fogyasztói árakban ezen közvetlen hatások a dominánsak, aminek eredményeként éves átlagban 0,1 százalékponttal, míg az év végén mintegy 0,2 százalékponttal emelkedik a teljes fogyasztóiár-index értéke. Egy mintegy féléves átmeneti időszakot követően fokozatosan kiteljesednek a sok közvetlen – jellemzően költségoldali – hatásai is, aminek eredményeként a fogyasztói infláció 2005 első negyedévében akár 0,4 százalékponttal is meghaladhatja az alappályában prognosztizált értékét. A magas olajáraknak a bázisba történő bekerülésével az inflációs hatások fokozatosan mérséklődnek, ami a 2006-os éves átlagos inflációra már nem fejt ki szignifikáns hatást.

Szimulációs eredményeink a várakozásokra gyakorolt hatásokat nem tartalmazzák. Ezen hatások különösen fontosak lehetnek egy olyan kis nyitott gazdaságban, ahol a tartósan alacsony inflációs környezethez történő alkalmazkodás még nem teljes mértékben történt meg, illetve ezen alkalmazkodás – figyelembe véve az ország inflációs múltját – még meglehetősen instabil. Az említett tényezők alapján a számított inflációs hatásokat csak alsó becslésként indokolt kezelni.

### A folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatás

Az emelkedő olajárak másfél éves időtávon több mint 0,4 százalékponttal ronthatják Magyarország külső egyensúlyi mutatóját (folyó fizetési mérleg/GDP). Globális kereslet-visszaesés ellenére ezen hatásban jellemzően az árhatások dominálnak (az import jobban megdrágul, mint az export), mivel számításaink

#### IV-13. táblázat

### Egy hipotetikus, 2004 harmadik negyedévi, 10 százalékos olajársokk hatása a magyar gazdaságra

(az éves átlagos indexek változása az alap-előrejelzésünkhöz képest, százalékpontban)

	GDP	CPI	Folyó fizetési mérleg/GDP
2004	-0,1	+0,1	-0,2
2005	-0,2	+0,3	-0,4
2006	0,0	0,0	-0,3

<sup>59</sup> Bővebben lásd: Jakab M. Zoltán–Kovács Mihály András (2002) „Magyarország a NIGEM-modellben”, MNB Füzetek 2002/3.

<sup>60</sup> Bővebben lásd: Jakab M. Zoltán et al. (2004) „A Negyedéves Előrejelző Modell (N.E.M.) – Összefoglaló”, MNB.

szerint a magyar termékek iránti (import)kereslet csak kisebb mértékben mérséklődik. Ez vélhetően exportpiacaink (főleg az Európai Unió, illetve Oroszország) gazdaságainak az olajárakkal szembeni alacsonyabb érzékenységgel magyarázható (részben meglévő tartalékok, részben a hatékonyabb energiafel-

használás következtében). Hosszabb időtávon (1 évnél nagyobb) az árhatásoknál lényegesen kisebb, ám az importkereslet mérséklődésénél nagyobb mértékben csökken a vállalati szektor exporttevékenysége, ami a cserearány-romlásnak a vállalatoknál okozott jelentős jövedelmezőségkieséseire vezethető vissza.

## IV. 9. MEKKORA LEHET AZ INFLÁCIÓ OPTIMÁLIS SZINTJE MAGYARORSZÁGON?

A fejlett országokban a jegybankok elsődleges céljaként az árstabilitást jelölik meg, abból a felismerésből adódóan, hogy az infláció jóléti veszteségeket okoz. Az árstabilitást azonban általában alacsony, de nem nulla inflációs szintként határozzák meg. A pozitív inflációs szintet az indokolja, hogy a nagyon alacsony, nulla közeli infláció csökkenti a hosszú távú jólétet, amelyet az aszimmetrikus nominális merevségek, a defláció veszélye, a pozitív nominális kamat szükségessége, illetve a fogyasztóiár-indexben lévő statisztikai mérési hibák magyaráznak. Tanulmányunkban<sup>61</sup> a fenti szempontokat a magyar gazdaság felzárkózó jellegéből adódó tényezők tükrében vizsgáltuk meg, elsősorban arra a kérdésre kerestük a választ, hogy a gazdaság felzárkózó jellege miatt magasabb-e Magyarország számára az optimális inflációs ráta, mint fejlett országokban jellemzően 1-2,5 százalék körül definiált infláció.

A Balassa–Samuelson-hatás miatt a fejlett országoknál magasabb az árstabilitásnak megfelelő infláció. A Balassa–Samuelson-hatás következményeképpen várható relatív árváltozás abban az esetben indokolhatja a pozitív infláció szükségességét, ha az árak lefelé rugalmatlanok, ebben az esetben ugyanis az infláció segíti a rugalmas relatív áralkalmazkodást. A gyakorlatban, kis nyitott országgént a lefele irányuló ármerevség mellett figyelembe kell vennünk a tradable-termékek világpiaci árának alakulását is, hiszen az iparcikkek árának hazai változása hosszú távon csak nominális felértékelődés mellett lehet alacsonyabb a külföldi tradable-inflációnál.

A lefelé irányuló nominális bémerevség, illetve a bémerevségből táplálkozó aszimmetrikus ármerevség jelentősége Magyarországon kevésbé tűnik relevánsnak, mint a fejlett országokban, melynek oka éppen a munka termelékenységének a fejlett országoknál gyorsabb növekedése. A magyar fogyasztóiár-indexben lévő torzítás feltehetően nagyobb, mint az EU országaiban, ami elsősorban a minőségjavulás és az új termékek jelentősebb hatásának tulajdonítható. Az egyéb tényezők tekintetében a magyar gazdaság valószínűleg hasonló a fejlettebb gazdaságokhoz, tehát nem indokolnak eltérést az optimális inflációs szintben.

A fenti tényezőket összegezve közelítő becsléseink árstabilitásnak megfelelő inflációs szint feltehetően magasabb az EKB inflációs céljánál. Számításaink szerint hosszú távon a 2,3–3,2 százalék körüli infláció már biztonsággal véd a defláció költségeitől és kezeli a fogyasztóiár-index torzítását is, valamint biztosítja a relatív árak alkalmazkodását abban az esetben is, ha a hazai iparcikkek ára követi a kereskedelmi partnerek iparcikk-inflációját, és lefelé irányuló ármerevséget feltételezünk.

Hangsúlyoznunk kell, hogy az általunk számolt érték a hosszú távon (15–20 éves horizonton) értelmezett optimális inflációra vonatkozik, amelytől az árnövekedés optimális üteme rövid távon, a ciklikus pozíció változása vagy kínálati sokkok következtében eltérhet.

<sup>61</sup> Kiss Gergely–Krekó Judit: Optimális infláció Magyarországon, MNB Háttér tanulmányok 2004/1 ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu))

## IV. 10. KAMATDÖNTÉSEK ÜTEMEZÉSE A NEMZETKÖZI JEGYBANKI GYAKORLATBAN

Az inflációs célkövetés rendszerét alkalmazó jegybankok a gazdasági, pénzügyi folyamatokban – illetve azok megítélésében – bekövetkezett változások tükrében alakítják ki az infláció jövőbeni alakulására vonatkozó véleményüket, és ez alapján határozzák meg a jegybanki alapkamat kívánatos szintjét. A jövőbeni infláció alakulásáról kialakított kép a legtöbb esetben csak akkor változik, ha új információ kerül nyilvánosságra a gazdasági és pénzügyi folyamatokról. Mivel a döntések megalapozásához szükséges adatok túlnyomó része általában havonta jelenik meg, a közvetlen inflációs célkövetés logikája azt diktálja, hogy a jegybanki döntéshozó testületeknek – rendkívüli helyzetektől eltekintve – nem célszerű egy hónapos időtávnál gyakrabban újraértékelni a gazdaság helyzetét és döntenie a monetáris kondíciókról.

A nemzetközi gyakorlat általában a fent vázolt elvet követi: a fejlett országok jegybankjainak túlnyomó többsége havonta, illetve ritkábban határoz irányadó eszközének kamatáról. Az Európai Központi Bank esetében a döntéshozó kormányzótanács kéthetente ülésezik, de 2001 novemberétől csak minden hónap első ülése kamatmeghatározó ülés. A monetáris politikával foglalkozó ülések számának csökkentésével egyrészt a piaci szereplők bizonytalanságának, a döntéseket megelőző spekuláció mérséklődését kívánták elérni, másrészt a nem kamatmeghatározó üléseken nagyobb hangsúlyt kaphatott a monetáris politikához közvetlenül nem kapcsolódó kérdések megvitatása,

az egyéb feladatok ellátása. Az Egyesült Államok jegybankjának döntéshozó testülete, a nyíltpiaci bizottság a törvényben előírt évi legalább négy alkalomnál gyakrabban, évi nyolc alkalommal ülésezik, és minden ülésén monetáris politikai kérdéseket tárgyal. A Bank of Englandre vonatkozó törvény a döntéshozó testület számára legalább havonta történő ülésezést ír elő. Ennek megfelelően a brit irányadó kamat szintjéért felelős monetáris politikai tanács általában minden hónap első hétfőjét követő szerdán és csütörtökön ülésezik, és minden ülése kamatmeghatározó. A Reserve Bank of Australia döntéshozó testülete saját maga határozhatja meg üléseinek gyakoriságát: évente 11 alkalommal, január kivételével minden hónap első keddjén ülésezik, és ugyancsak minden ülése kamatmeghatározó. A svéd jegybank igazgatótanácsa általában három ülést tart havonta, de csak évente nyolc – előre kijelölt – ülésén foglalkozik az irányadó kamat szintjét érintő kérdésekkel. Ugyancsak évi nyolc alkalommal hoz az irányadó kamatára vonatkozó döntést a kanadai és az új-zélandi jegybank. A kelet-közép-európai régió jegybankjai esetében a havi egy kamatmeghatározó ülés a jellemző. A döntéshozó testület a cseh jegybank esetében hetente, a szlovák jegybank esetében kéthetente ülésezik, de mindkét esetben általában a hónap utolsó ülésén változtatnak az irányadó kamatlábon. A lengyel jegybank döntéshozó testülete havonta ülésezik, és minden ülésén monetáris politikai kérdéseket is tárgyal.

### IV-14. táblázat

#### A monetáris politikai döntéshozó testületek ülésrendje a vizsgált országokban

Jegybank	Monetáris döntéshozó testület	Kamatmeghatározó ülések száma évente
Európai Központi Bank	kormányzótanács	12
Federal Reserve (Egyesült Államok)	nyíltpiaci bizottság	8
Bank of England (Egyesült Királyság)	monetáris politikai bizottság	12
Sveriges Riksbank (Svédország)	igazgatótanács	8
Reserve Bank of New Zealand (Új-Zéland)	elnök	8
Bank of Canada (Kanada)	kormányzótanács	8
Reserve Bank of Australia (Ausztrália)	jegybanktanács	11
Narodowy Banka Polski (Lengyelország)	monetáris politikai bizottság	12
Ceska Narodni Banka (Cseh Köztársaság)	jegybanktanács	12
Národná Banka Slovenska (Szlovákia)	jegybanktanács	12

A Monetáris Tanács 2004. július 5-i ülésén hozott határozatával a fent vázolt nemzetközi gyakorlattal összhangban levő ülésezési rendet alakított ki. Ezen üléssel kezdődően a jegybanki alapkamatláb megváltoztatásáról az MT lehetőség szerint csak a mindenkor havi második ülésén hoz döntést, a hónapok első ülésén pedig általában a jegybank feladataihoz és felelősségi köréhez tartozó egyéb kérdéseket tárgyalja meg.

Az MNB esetében a közvetlen inflációs célkövetés stratégiája az árfolyamsáv fenntartása melletti elkötelezettséggel is kiegészül. Az árfolyamsáv melletti kötelezettségvállalás adott esetben a monetáris politikát érintő témák gyakoribb megvitatását indokolhatja, ezért – szintén a nemzetközi gyakorlattal összhangban – a tanács a kamatmeghatározó ülések között a későbbiekben is bármikor dönthet az alapkamatláb megváltoztatásáról, ha a körülmények azt szükségessé teszik.

## A JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI

<b>1998. november</b>	
Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bénnövekedés és infláció	63
A nemzetközi pénzügyi válságok hatása Magyarországra	85
<b>1999. március</b>	
A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34
<b>1999. június</b>	
Új csoportosítás a fogyasztóiár-index 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
<b>1999. szeptember</b>	
Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztóiár-index: 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
<b>1999. december</b>	
Maginfláció: az MNB és a KSH által számított mutatók összehasonlítása	18
Saját tulajdonú lakások árindexe: szolgáltatás vagy iparcikk?	20
A bankok határidős tevékenysége	26
<b>2000. március</b>	
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
<b>2000. június</b>	
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

<b>2000. szeptember</b>	
A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25
<b>2000. december</b>	
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
<b>2001. március</b>	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
<b>2001. augusztus</b>	
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
<b>2001. november</b>	
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
<b>2002. február</b>	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
<b>2002. augusztus</b>	
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 kelet-közép-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
<b>2002. november</b>	
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45
<b>2003. február</b>	
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
<b>2003. május</b>	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79



<b>2003. augusztus</b>	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
<b>2003. november</b>	
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
<b>2004. február</b>	
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84
<b>2004. május</b>	
Háttér-információk előrejelzéseinkhez	75
A negyedéves előrejelző modellről	80
Kamatgyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96
<b>2004. augusztus</b>	
Változás a jelentés szerkezetében	53
Háttér-információk előrejelzéseinkhez	55
Az államháztartásihiány-mutatók alakulása	61
A külső egyensúly alakulása	65
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világgiaziár-alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83

Jelentés az infláció alakulásáról  
2004. augusztus

Nyomda: D-Plus  
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.