



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2001.
november

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya
Vezető: Hamecz István, ügyvezető igazgató
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Műszaki-Ellátási főosztálya
Kiadásért felel: Bercsényi Botond, főosztályvezető
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
Terjesztés: Molnár Miklós
Telefon: 312-4484
Internet: <http://www.mnb.hu>

ISSN 1419-2926

A Parlament által elfogadott és 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációscsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitásnak gyakorlatilag megfelelő 2%-os inflációs szint elérésére. Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB a „Jelentés az infláció alakulásáról” című, negyedévente megjelenő kiadványban rendszeresen beszámol az infláció eddigi és várható alakulásáról, és értékeli az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. E kiadványban foglaljuk össze azokat az előrejelzéseket és megfontolásokat, amelyek alapján a Monetáris Tanács meghozza döntéseit.

A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A kiadvány első részében a Monetáris Tanács állásfoglalását és döntéseinek indoklását adjuk közre. Ezt követi az MNB Közgazdasági Főosztályán készült előrejelzés ismertetése az infláció és az azt meghatározó legfontosabb makrogazdasági folyamatok várható alakulásáról. Az előrejelzésekben az exogénnek tekinthető tényezők várható alakulása és bizonytalansága a Monetáris Tanács véleményét tükrözi.



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS POLITIKA ÉRTÉKELÉSE	9
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA – ELŐREJELZÉSÜNK ÉS A MEGFIGYELT FOLYAMATOK	11
1. A forint árfolyamának alakulása és az inflációs folyamatok	12
2. Jól jeleztük-e előre az infláció exogén tényezőit?	12
3. Jól ragadtuk-e meg az inflációt alakító gazdasági mechanizmusokat?	13
II. MONETÁRIS POLITIKA, KAMAT- ÉS ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	14
1. Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok	14
2. Kockázati megítélés	15
3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások	16
3.1 Hozamalakulás	18
III. AZ INFLÁCIÓT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK	20
1. Kereslet.	20
1.1 Lakossági fogyasztás	22
1.2 Beruházások	23
1.3 Az államháztartás keresleti hatása	25
1.4 Nettó export	26
2. Kínálati tényezők – munkapiac	28
2.1 Munkaerő-felhasználás és -tartalékok	29
2.2 Bérinfláció	30
3. Az importált infláció	31
4. A reguláció hatása és a rendkívüli tényezők	32
IV. A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE	34
1. Az alap-előrejelzés feltevései	35
2. Az alap-előrejelzés részletei	36
3. Az alap-előrejelzés bizonytalansága	37
4. Inflációs várakozások	38
4.1 Az eltérések lehetséges okai	38
AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	39
1. A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
2. A május–augusztusi időszak permanens forint árfolyamának becslése	41
3. A jelentés az infláció alakulásáról c. kiadvány készítésének menete	41

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipariár-alapú reálárfolyamban	57

2001. március

A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50

2001. augusztus

1. A monetáris politika új rendszere	35
2. Előrejelzéseink módszertana	37
3. Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

A monetáris politika értékelése

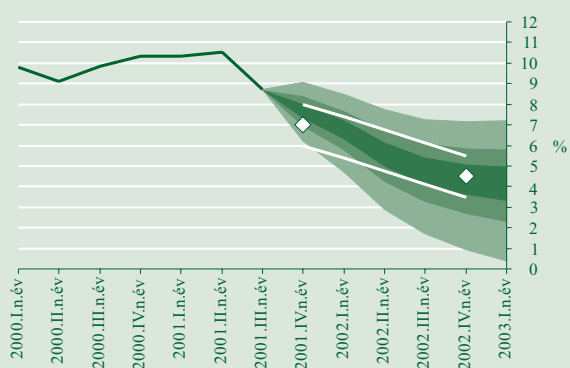
Az inflációs célkitűzés rendszerének meghirdetése óta jelentősen mérséklődött a fogyasztói árak növekedése: a májusban mért 10,8% után szeptemberben 8% volt az éves ár-emelkedés üteme. Az elmúlt negyedévben számottevően csökkentek az inflációs várakozások is. A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság a kitűzött inflációs céllal összhangban álló pályán halad.

Az előző jelentés megjelenése óta eltelt időszakban jelentős változások következtek be az infláció alakulását meghatározó külső feltételekben. A forint árfolyama a nemzetközi események hatására jelentősen ingadozott az elmúlt hónapokban, és átlagosan gyengébb volt, mint az előző jelentés készítése idején. A forintbefektetések kockázati megítélésének az elmúlt hónapokban tapasztalt ingadozásai továbbra is átmenetinek tekinthetők, és hosszabb távon a forint további erősödésére lehet számítani. Mindemelllett a szeptemberi átlagos árfolyamszint fennmaradása sem veszélyeztetné az inflációs cél elérését, mivel a nemzetközi és a hazai deflációs környezet ellensúlyozza a gyengébb árfolyam hatását.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság dinamikus növekedése folytatódik, bár a korábban vártnál valószínűleg kisebb ütemben. A GDP bővülése 2001-ben és 2002-ben egyaránt 4% körül várható, a világgazdasági helyzet bizonytalansága miatt azonban 2002-ben ennél lassabb is lehet. A külső kereslet változása több csatornán keresztül is befolyásolja a GDP növekedését. Közvetlen hatásként mérséklődik az export növekedési üteme, a bizonytalanabbá váló környezetben lassul a beruházások növekedése is. A bevételek növekedésének visszaesése szigorúbb bérpolitikára kényszeríti a vállalatokat, így alacsonyabb lesz a bérnövekedés üteme. Végül a fogyasztás is kisebb ütemben fog bővülni, mint az korábban várható volt. A fogyasztási kiadások növekedése azonban csak kis mértékben lassul, mivel az egyéb jövedelmek esetében (államháztartási szektorbeli bérek, nyugdíjak) a korábbinál dinamikusabb növekedés várható.

A jelentősen visszaeső beruházási kereslet miatt csökken a vállalati szektor finanszírozási igénye, ami ellensúlyozza az államháztartás finanszírozási igényének növekedését. 2001-ben

Inflációs előrejelzés*
(éves növekedési ütem)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A legsötétebb sáv tartalmazza az alap-előrejelzést. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le; annak felső szélét meghaladó (illetve alsó szélét alulmúló) inflációnak 5%-5% az esélye. Az alap-előrejelzést (mint mediánt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági eloszlás becslése a múltbeli előrejelzési hibák alapján és a Monetáris Tanács bizonytalanság értékelésének figyelembevételével készült. A két fehér pont az inflációs célok értékét (7% és 4,5%); az egyenes vonalak a mellőljük rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják.

várhatóan 1–1,5 milliárd euróra mérséklődik a folyó fizetési mérleg hiánya. 2002-ben a beruházási kereslet már élénkülhet, de a vállalati finanszírozási igény bővülését részben ellensúlyozza majd az államháztartás ideinél kisebb hiánya. A külső finanszírozási igény jövő évre várt növekedése tehát bőven belül marad a biztonságosan finanszírozható mértéken. A hosszabb lejáratú külföldi tőkebeáramlás volumene mind 2001-ben, mind 2002-ben fedezi a gazdaság külső finanszírozási szükségletét, ami támogatja a forint hosszabb távon várt erősödését.

Az előrejelzés alapján jelenleg nem indokolt a monetáris kondíciók változtatása. Az infláció előrejelzett mérséklődése a jövőben lehetőséget nyújthat a jegybank irányadó kamatának fokozatos mérséklésére.

I. Az infláció alakulása – előrejelzésünk és a megfigyelt folyamatok

A fogyasztói árak növekedése a májusban mért 10,8% után szeptemberben 8%-ra mérséklődött. A fogyasztói árak növekedésének 2001 harmadik negyedében tapasztalt mérséklődése összhangban volt augusztusi előrejelzésünkkel. Jegybanki szemszögből az iparcikkek és a piaci szolgáltatások körében a dezinflációs tendenciák felerősödése, illetve az élelmiszerárak inflációjának megtorpanása érdemel figyelmet.

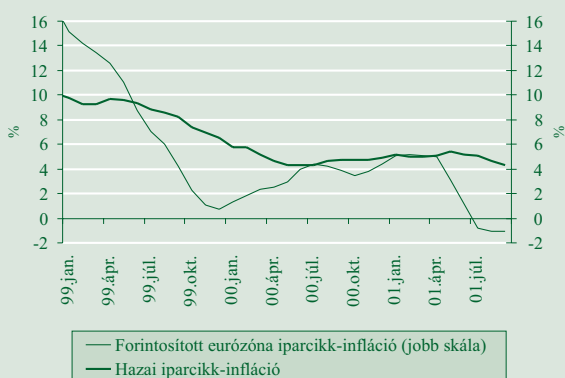
A hazai iparcikk-infláció mérséklődése mögött a harmadik negyedében tapasztalt európai dezinfláció és az árfolyamerősödés kezdeti hatásai állnak (lásd I.1. ábra). Folytatódott a piaci szolgáltatások iparcikkekhez vett inflációs különbségének csökkenése, bár az eltérés szintjét továbbra is magasan tartja a belföldi fogyasztási kereslet dinamikus növekedése (lásd I.2. ábra).

A tavalyi év közepe óta tartó gyorsulás után tetőzött, majd a legutóbbi időszakban csökkenésnek indult az élelmiszerek inflációja. Az élelmiszerek áralakulását elsősorban a tavalyi évben bekövetkezett húsársok fokozatos lecsengése alakította. Ugyanakkor a harmadik negyedében a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja nem várt mértékben csökkent. Ezt elsősorban egyes termékek – például a burgonya – szokásosnál erősebb őszi szezonális árcsökkenése okozta. Ezt azonban nem tekintjük tartós, a dezinfláció szempontjából releváns változásnak (lásd I.3. ábra).

A dezinflációs tendencia tükröződik a monetáris politika által legfőképpen befolyásolható inflációs indikátorban, a KSH által számított maginflációs mutatóban is. Bár a maginfláció éves indexe továbbra is meghaladja a fogyasztói árindex mértékét, a márciusi csúcserővet követő lassú mérséklődés után augusztus-szeptemberben jelentős esés következett be, mely jelzi a dezinflációs folyamat tartósságát (lásd I.4. ábrát a 12. oldalon).

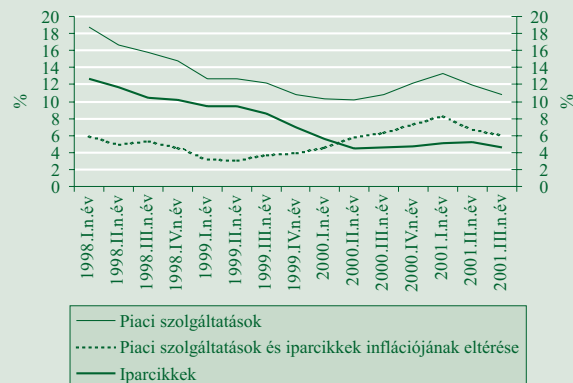
A megfigyelt fogyasztói árindexértékek és augusztusi előrejelzésünk részletesebb összevetésekor három kérdést járunk körül (lásd az I.1. táblázatot a 12. oldalon). Először is, augusztusi inflációs előrejelzésünk a speciális jegybanki felhasználásnak, a monetáris politikai döntéshozás szakértői támogatásának igénye miatt *feltételes előrejelzésnek* tekinthető: a változatlan árfolyam-szint feltevés alapján készített prognózis azt mutatja meg, *mi lett volna*, ha az előrejelzési horizont egészen a forint/euró árfolyam feltételezett szinten marad. Másodsor, megvizsgáljuk, hogyan alakultak a hazai infláció – jegybanki szempontból – *exogén tényezői* az előrejelzésben szereplő feltételezésekhez képest. Végül kérdés, hogy megfelelően ragadtuk-e meg ezen exogén tényezők hatását a hazai inflációra, azaz az inflációt meghatározó *közgazdasági mechanizmust*.

I.1. ábra Iparcikkárindex és az importált európai iparcikk-infláció alakulása*
(változás az előző év azonos időszakához képest)

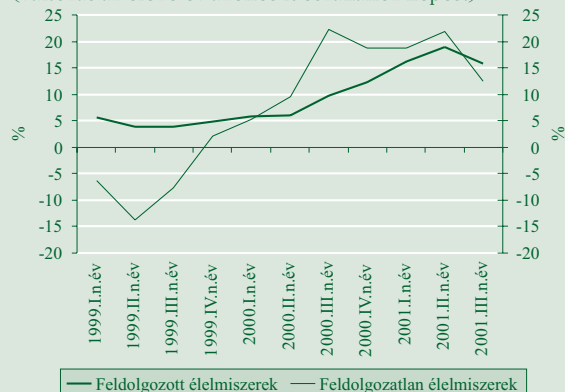


* Forintosított euróvezet iparcikk-infláció: havi átlagos forint/euró árfolyammal számolva, éves változás visszatekintő 3 havi mozgátlaga.

I.2. ábra A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációjának eltérése
(változás az előző év azonos időszakához képest)

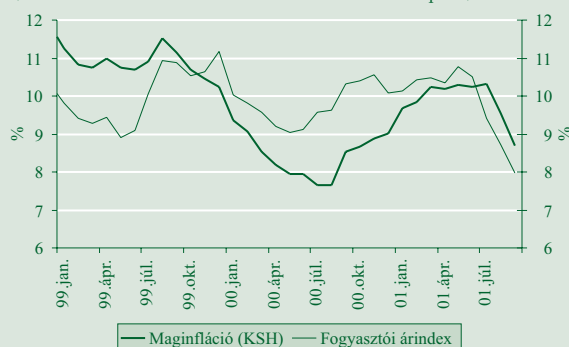


I.3. ábra A feldolgozott és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja
(változás az előző év azonos időszakához képest)



1.4. ábra A maginfláció és a fogyasztói árindex alakulása*

(változás az előző év azonos időszakához képest)



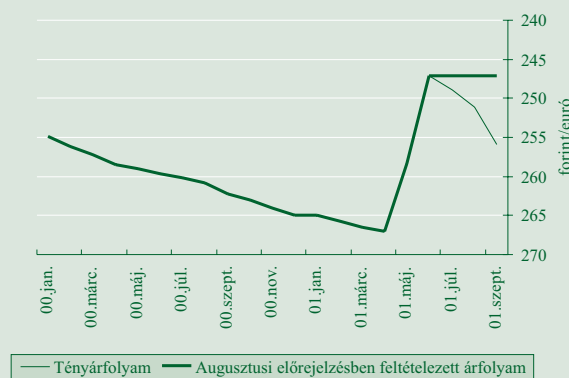
* A KSH által számolt maginflációs mutató, mely nem tartalmazza a nyers és egyéb idényjellegű élelmiszerek, valamint a piaci és szabályozott áras energiahordozók árváltozásait. Ez a mutató a fogyasztói kosár 81,4%-át fedli le 2001-ben.

1.1. táblázat Inflációs alap-előrejelzésünk és a tényadatok 2001 harmadik negyedévében

Csoport	Súly	Augusztusi	Tény	Különbség*
		előrejelzés		
		Előző év azonos időszakához képest, %		
Élelmiszerek	19,0	13,6	13,3	-0,2
Feldolgozatlan	5,3	10,3	7,6	-2,7
Feldolgozott	13,7	15,1	15,8	0,8
Iparcikk	26,8	4,3	4,7	0,4
Piaci szolgáltatások	20,4	10,4	10,8	0,3
Piaci házt. energia	1,3	13,6	14,0	0,3
Jármű-üzemanyag	5,0	-4,9	-4,8	0,0
Alkohol, dohányáru	9,1	11,5	11,2	-0,3
Regulált árak	18,5	9,4	9,5	0,0
Fogyasztási árindex	100,0	8,6	8,7	0,1

* Különbség = tény – előrejelzés, százalékpontban, kerekített értékek.

1.5. ábra Feltételezett és tény forintárfolyam-alakulás (havi adatok)



1.2. táblázat Az augusztusi előrejelzés feltevései és a harmadik negyedévi tények

Feltevés	Augusztusi előrejelzés szerint	2001. III. n. év
Brent kőolajár (USD/hordó)	27,7	25,3
Mediterrán benzinár (euró/tonna)	331	267,2
Euró/dollár árfolyam (cent)	85,4	89,8
Importált iparcikk-infláció *	2,4%	2,4%
Feldolgozatlan élelmiszer-infláció *	10,3%	7,6%
ezen belül: sertéshúsárak	0% **	0,6% **
Regulált árak **	0,9%	1,0%

* Éves árindex.

** Átlagos egyhavi áremelkedés.

1. A forint árfolyamának alakulása és az inflációs folyamatok

A forint/euró árfolyam közvetlenül meghatározza a fogyasztói kosár mintegy negyedét képviselő iparcikkek körének alakulását. Ez közvetve hat a kosár ötödét jelentő piaci szolgáltatások árindexére is, mert a két csoport közti inflációs differencia hosszú távon egy trendszerű egyensúlyi pályával jellemezhető. A feldolgozott élelmiszerek árát részben importtartalmú, illetve importtal versenyző jószágok áralakulása határozza meg, így a forintárfolyam e körben is hat. Végül a forintárfolyam – egyéb domináns tényezők mellett – közvetlenül meghatározza egyes üzemanyagok és energiatípusok importköltségét, így belpiaci árát is. Összességében a forint árfolyama a fogyasztói kosár több mint harmadában hat közvetlenül, közvetve pedig további 20–30%-ában. A forint árfolyama a vállalatok széles körének jövedelmezőségét is befolyásolja, ami a munkapiaci alkalmazkodások révén hosszabb távon költség- és keresleti oldalon is hat az inflációra.

Augusztusi inflációs előrejelzésünkben, amint jeleztük, az árfolyam szintjére adott feltételes előrejelzés logikájából következően a forint júniusi átlagos szintjén rögzülő, tartós felértékelődésének árakra gyakorolt hatását modelleztük. A július–szeptember időszakban azonban az árfolyam két szempontból is eltért a feltételezettől: magas volt a volatilitása és átlagos szintje is gyengébb volt (lásd 1.5. ábra). Nem meglepő tehát, hogy az árfolyam által közvetlenül érintett iparcikk-infláció a harmadik negyedévben magasabb volt a prognosztizálnál.

2. Jól jeleztük-e előre az infláció exogén tényezőit?

A hazai inflációt több külső, importált és belföldi, jegybanki szemszögből exogénnek tekinthető tényező befolyásolja. Ezek alakulására előrejelzéseket teszünk, illetve ahol az tűnik prudens megoldásnak, egyszerű feltevésekkel élünk. A fontosabb feltevések augusztusi előrejelzésünkben szerepeltetett, illetve a harmadik negyedévben megfigyelt értékeit az 1.2. táblázat mutatja.

Látható, hogy augusztusi előrejelzésünkhöz képest az infláció importált tényezőiben általában deflációs irányú elmozdulás következett be. Csak részben hasonló a helyzet a belföldi tényezők körében: a regulált kör áremelkedése, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése átlagosan megfelelt előrejelzésünknek, illetve alacsonyabb volt annál; a hazai fogyasztásban nagy jelentőségű sertéshús árszintje azonban a feltételezésünkkel ellentétben a harmadik negyedévben is emelkedett. Ez utóbbi magyarázhatja a feldolgozott élelmiszerek áremelkedésének alulbecslését, hiszen a nyers sertéshús ára más feldolgozott élelmiszerek árába is beépül. Mivel a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása igen volatilis, a harmadik negyedévi „meglepetés” árindex-csökkenést nem vetítjük ki az előrejelzési horizont egészére, azaz az augusztusihoz képest élelmiszer-inflációs prognózisunkat csak óvatosan módosítjuk (lásd IV. fejezet).

3. Jól ragadtuk-e meg az inflációt alakító gazdasági mechanizmusokat?

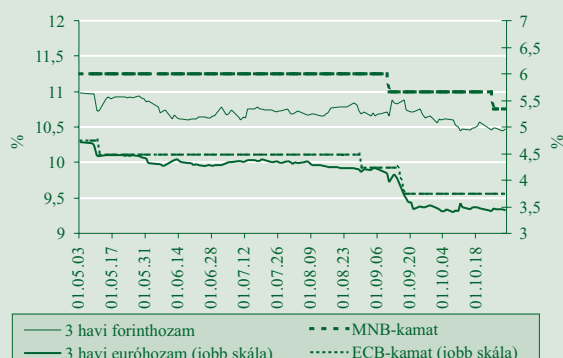
Az I.1. táblázatból kiderül, hogy augusztusban a jegybanki Aszemszögből fontos csoportok – iparcikkek, piaci szolgáltatások és feldolgozott élelmiszerek – inflációjának várható alakulását *alábecsültük*. Annak fényében, hogy az importált inflációs tényezők általában deflációs irányban változtak, felmerül a kérdés, hogy jól ragadtuk-e meg a hazai inflációt alakító gazdasági mechanizmusokat.

Az *iparcikkek* inflációját előrejelzésünk szerint jellemzően az importált infláció és a forint/euró árfolyama határozza meg. A forint árfolyamszintje az augusztusi előrejelzésben feltettnél gyengébb volt. Az iparcikkek csoporton belül – valószínűleg a szokásosnál erősebb szezonális árleszállításoknak tulajdoníthatóan – meglepően erős volt a nem tartós, elsősorban a ruházati cikkek inflációjának lassulása, ami az árfolyam-begyűrűzés jele is lehet. A harmadik negyedév iparcikkárindexe tehát nem kérdőjelezi meg modellünk helyességét.

A *piaci szolgáltatások* inflációja modellünkben hosszú távon az iparcikkekétől a termelékenység-különbséggel arányosan tér el (Balassa-Samuelson hatás), rövid távon ugyanakkor más tényezők is szerepet játszanak (béalakulás, élelmiszerárak, energiaárak stb.). A piaci szolgáltatások harmadik negyedéves árindexét az iparcikkekéhez hasonló mértékben becsültük alul, azaz az inflációs differencia előrejelzése pontos volt. Figyelmet érdemel ugyanakkor, hogy eközben alulbecsültük a *feldolgozott élelmiszerek* harmadik negyedéves inflációját is. A feldolgozott élelmiszerek inflációja, mint költségtényező alulbecslésének hatását azonban részben kompenzálta a *feldolgozóipari bérköltség-növekedés*túlbecslése: augusztusi modellünkben ugyanis az eredeti bérindexet használtuk, most azonban áttértünk a bérinflációra alapozott becslésre, ami 2001-re alacsonyabb dinamikát eredményez, és így az előrejelzést is lefelé módosítja. Összességében a piaci szolgáltatások-iparcikkek inflációs különbségének pontosnak tűnő előrejelzése mögött ellentmondásos folyamatok álltak; előrejelzési modellünket azonban ennek megfelelően módosítottuk (*lásd IV. fejezet*).

II. Monetáris politika, kamat- és árfolyam-alakulás

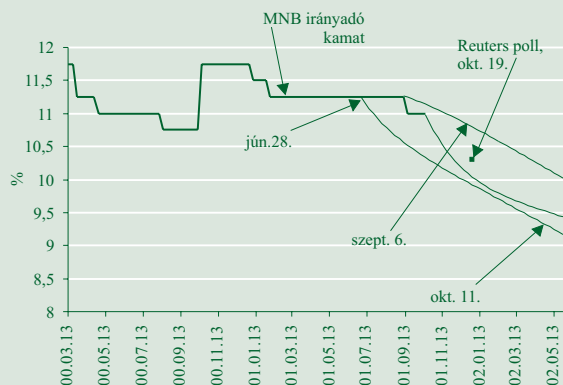
II.1. ábra Jegybanki irányadó kamatok és rövid piaci hozamok



II.2. ábra 3 hónapos kamatkülönbözet az euróövezethez viszonyítva



II.3. ábra A jegybanki irányadó kamatra vonatkozó várakozások: a hozamgörbéből származtatott kéthetes kamatpályák és a Reuters felmérése



1. Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok

A sávszélesítés óta eltelt időszakban a magyar jegybank szeptember 10-én és október 24-én csökkentett kamatot, 25–25 bázisponttal. A három hónapos piaci hozamok július végétől októberig mintegy 25 bázisponttal csökkentek (lásd II.1. ábra).

A három hónapos forinthozam és a hasonló lejáratú euróhozam különbsége májustól szeptember elejéig 630 és 670 bázispont között ingadozott, majd szeptember folyamán 740 bázispont körüli szintre emelkedett, végül októberben 700 és 720 bázispont között mozgott (lásd II.2. ábra). A vizsgált időszakban az ECB augusztus 30-án 25, majd szeptember 17-én újabb 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamatait, mivel korábbi várakozásaihoz képest az euróövezet regionális lassulása kiterjedtebbnek, mértéke pedig nagyobbak bizonyult a vártnál, ami elősegíti az infláció csökkenését. A 3 hónapos EURIBOR határidős kötési árfolyamok alapján¹ az év végéig várható még egy további 25 bázispontos kamatcsökkentés.

Az MNB az ECB-nél kisebb mértékben csökkentette irányadó kamatait. A szeptember eleji 25 bázispontos jegybanki kamatléptést és a szeptemberi 11-i terrortámadást követően átmenetileg megszűntek a rövid távú kamatcsökkentési várakozások, ami a három hónapos és az irányadó kamat közötti különbség összevisszálásában is jól tetten érhető. Az euróövezetbe viszonyított kamatkülönbözet 50 bázispontos növekedése sem volt elegendő azonban ahhoz, hogy a forint leértékelődését megakadályozza. Október elejére visszaállt a szeptember 11-ét megelőző időszakra jellemző különbség a három hónapos és az irányadó kamat között. Október folyamán az újabb kamatcsökkentési várakozások eredményeként tovább estek a piaci hozamok, a hónap végén pedig a jegybank 25 bázisponttal, 10,75%-ra csökkentette irányadó kamatait.

A hozamgörbéből származtatott forward hozamok, valamint a Reuters felmérése alapján képet kaphatunk a piaci szereplőknek a hazai jegybanki kamatra vonatkozó várakozásairól. A forward hozamok alapján a sávszélesítés és a július 6-án kezdődő feltörekvő piaci válság közti időszakban a kamatvárakozások viszonylag stabilak voltak, a piaci szereplők az év végére 10% körüli értékre számítottak. Ezután a jegybanki kamatok várt pályája

¹ 2001. november 6-i 3 hónapos EURIBOR azonnali és határidős kamatkülönbsége. Ezt a különbséget az elemzők az ECB kamatléptéseit tükröző piaci várakozásként értelmezik. Forrás: <http://www.liffe.com>.

feljebb tolódott. Majd egy korrekció indult meg, melynek eredményeként októberben az év végére várt irányadó kamat ismét 10% közelébe került. A Reuters október 19-i felmérése ennél 30 bázisponttal magasabb értéket regisztrált december végére vonatkozóan. Mivel a Reuters felmérése szerint az inflációs várakozások időközben mérséklődtek, a júliusival megegyező nominális kamatvárakozás magasabb reálkamat-várakozásokat tükröz (lásd II.3. ábra).

2. Kockázati megítélés

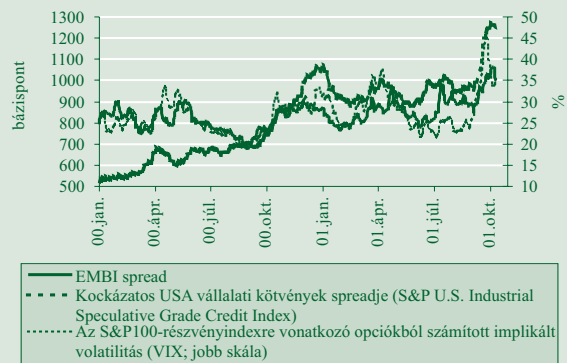
A 2001. július közepe óta eltelt időszakban romlott a forintbefektetések kockázati megítélése, ami a hozamok emelkedésében és a forint árfolyamának leértékelődésében mutatkozott meg. A kockázati megítélés változásait nem országspecifikus tényezők okozták, hanem egyrészt egyes feltörekvő országokból érkező kedvezőtlen hírek, másrészt – elsősorban szeptember 11-ét, az amerikai terrortámadást követően – a háborús, illetve a világgazdaság további lassulására vonatkozó félelmek. A feltörekvő piaci kockázatok megítélésére az elmúlt évben különösen erős hatást gyakoroltak a *fejlett piacok* eseményei: a konjunktúra állása és a tőkepiaci árfolyamok alakulása. Ez jól látható abból, hogy a feltörekvő országok kockázatát tükröző EMBI kamatfelár (spread) együtt mozgott a fejlett országokbeli kockázatos vállalati kötvények kamatfeláraival, és az amerikai tőzsdeindex-opciók implikált volatilitásával (lásd II.4. ábra).

2001. augusztus közepén – július elejéhez hasonlóan – ismét egy feltörekvő piaci fertőzés érte el a magyar deviza- és állampapírpiacon, melyben az argentin és a török gazdasággal kapcsolatos kedvezőtlen hírek mellett a vártnál lényegesen rosszabb lengyel költségvetési hiánnyal kapcsolatos aggodalmak további erősödésének volt kiemelkedő szerepe. Augusztus egészét tekintve elmondható, hogy a magyar és lengyel devizakötvények felárainak fokozatos, de határozott emelkedése mellett az EMBI spread összességében nem növekedett. Mindez a kelet-közép-európai régió relatív kockázati megítélésének kismértékű romlását jelezheti.

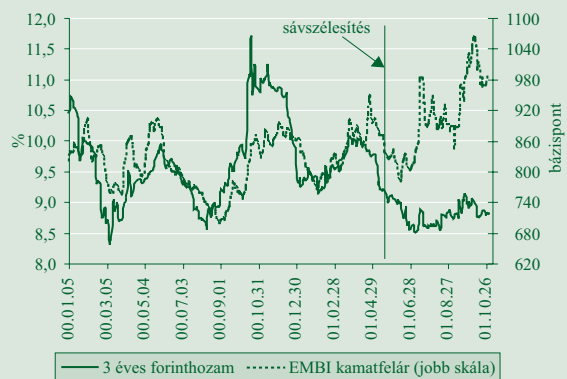
Az EMBI spread szeptemberben bekövetkezett jelentős emelkedése az USA ellen elkövetett terrortámadáshoz köthető, amely drasztikusan csökkentette a globális kockázattalállási hajlandóságot. A fejlett piaci kockázati mutatók az elmúlt évek viszonylatában rendkívül magas szintre ugrottak, és jelentősen romlott a feltörekvő piacok pénzügyi eszközeinek relatív kockázati megítélése. Az árfolyam kb. 4%-os leértékelődése mellett a júliusi–augusztusi emelkedést meghaladó mértékben nőtt a magyar márkakötvények felára, és 20–30 bázisponttal a forint állampapírok hozama is emelkedett (lásd II.5. ábra).

Október eleje óta valamelyest mérséklődött a nemzetközi tőkepiaci bizonytalanság, ami erősítette a feltörekvő piaci befektetések iránti bizalmat is: a globális kockázati mutatók csökkenésével párhuzamosan kb. 70 bázisponttal mérséklődött az EMBI kamatfelár is – bár e mutatók szintje a július eleji értékükhöz képest még így is rendkívül magasnak mondható. A feltörekvő piacok javuló kockázati megítélése tükröződött a magyar devizakötvények kamatfelárának mérséklődésében és a forintbefektetések iránti ismét növekvő keresletben is (lásd II.6. ábra).

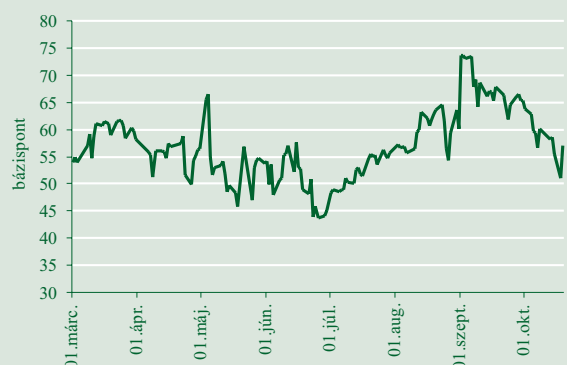
II.4. ábra Globális kockázati mutatók



II.5. ábra Az EMBI spread és a 3 éves forinthozam



II.6. ábra Magyar márkakötvények felára



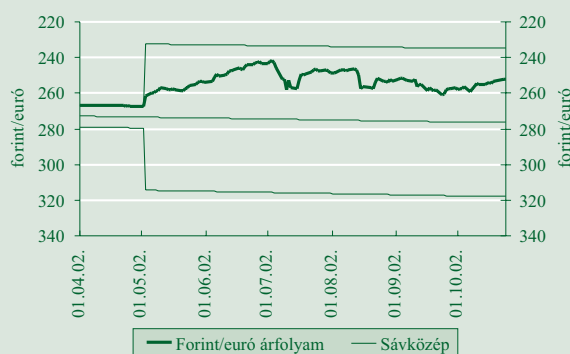
A júliusi–szeptemberi események arra hívják fel a figyelmet, hogy – Magyarország hitelbesorolásának az elmúlt években bekövetkezett jelentős javulása ellenére – egyrészt a magyar pénz- és tőkepiacon szereplő nemzetközi befektetők még mindig érzékenyen reagálnak a feltörekvő piacokon történő kedvezőtlen eseményekre. Másrészt a fejlett országokból érkező sokkok esetén is számolnunk kell a magyar pénzügyi eszközök kockázati felárának növekedésével. Mindez többnyire az immár széles sávban mozgó árfolyam és kisebb mértékben a hozamok volatilitásának növekedésében mutatkozik meg.

3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások

Az argentin válság hatására július elején megtört a forint árfolyamának a sávszélesítést követően tapasztalt erősödő trendje és megnőtt a forint volatilitása. A július–szeptemberi időszakban a forint árfolyamát elsősorban a nemzetközi tőkepiac eseményei befolyásolták, a feltörekvő országokkal szembeni bizalmatlanság hatását a stabil hazai fundamentumok nem tudták ellensúlyozni. Az árfolyam gyengülésének epizódjait minden esetben korrekció követte, de az erősödés ellenére az árfolyam egyik esetben sem érte el a leértékelődés előtti szintet, így a július eleji csúcsot követően az árfolyam csökkenő trendet mutatott (lásd II. 7. ábra).

Júliusban a kedvezőtlen tőkepiaci fejlemények hatására jelentős kamatérzékeny tőkeáramlást tapasztalhattunk (lásd II. 1. táblázat). A külföldiek elsősorban rövid lejáratú állampapír-állományukat csökkentették, de a korábbi hónapokkal ellentétben

II. 7. ábra A forint árfolyama



II. 1. táblázat A devizapiaci kereslet-kínálat összetevői

	Milliárd forint					
	I. n.év	április	május	június	július	augusztus
I. Jegybanksi intervenció	-177,9	-135,0	-28,0	0	0	0
II. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-90,0	-0,5	-34,5	-84,2	47,6	68,5
III. Nem kamatérzékeny tőkeáramlás (1+2)	146,0	33,7	21,2	33,3	38,2	17,9
1. Működőtőke-beáramlás (magánszektor)	140,3	34,2	24,9	39,1	39,0	16,3
2. Részvény	5,7	-0,5	-3,7	-5,8	-0,8	1,6
IV. Kamatérzékeny tőkeáramlás (1+2+3+4)	64,1	50,6	-14,2	27,7	-61,8	-123,7
1. Külföld összesen (a+b)	85,2	81,9	136,7	2,4	-59,6	-22,1
a) Külföldiek állampapír-állományának változása	90,8	66,2	101,3	27,6	-59,4	-8,0
ebből: rövid	-2,1	28,5	-10,1	-7,2	-48,9	6,8
hosszú	92,9	37,7	111,5	34,8	-10,5	-14,9
b) Külföldiek forintbetétei	-5,6	15,7	35,4	-25,2	-0,2	-14,0
2. Kereskedelmi bankok (mérleg szerinti nyitott pozíció vált.)	65,5	15,4	-108,9	80,8	72,4	-97,8
3. Vállalatok (a+b)	-78,8	-46,2	-38,3	-65,9	-70,3	4,3
a) Belföldi nettó devizahitel-változás	-26,1	21,9	-9,6	-29,6	-18,3	1,7
b) Külföldi nettó devizahitel-változás	-52,8	-68,1	-28,7	-36,3	-51,9	2,6
4. Háztartások	-7,7	-0,6	-3,7	10,4	-4,4	-8,1
V. Egyéb*	57,8	51,2	55,5	25,3	-8,1	53
VI. A jegybank napi egyenlő összegű devizavásárlása				-2,1	-15,9	-16,0

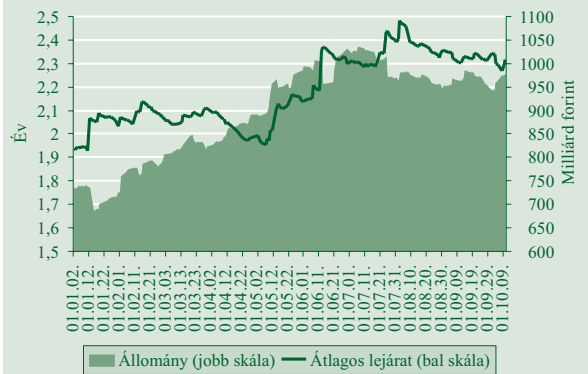
* Megjegyzés: Az Egyéb kategória tartalmazza az MNB-nek és az államháztartásnak a folyó fizetési mérlegben megjelenő tranzakcióit, az egyéb pénzügyintézetek devizakeresletét és a statisztikai hibát.

júliusban a hosszú lejáratú állampapírok tételén is történt tőkeki-
vonás. Ennek megfelelően a külföldiek kezében lévő állampapí-
rok átlagos lejárata – a júniusi megtorpanást követően – július-
ban újra nőtt (lásd II.8. ábra). Az egyéb kamatérzékeny tételek
esetében az év megelőző időszakához hasonlóan a vállalatok
nettó külföldi devizaforrás-bevonása negatív volt a devizaeszkö-
zök felhalmozásának és a devizahitelek visszafizetésének kö-
szönhetően, és a belföldi nettó devizahitel-állomány is csökkent.
Ezzel párhuzamosan a bankok mérleg szerinti nyitott pozíciója
kinyílt, ami mögött elsősorban a vállalati szektor devizahitel-
visszafizetéséhez kötődő devizakereslet állt. Ehhez járult még az
a devizakereslet, amely abból származott, hogy a külföldiek
nettó állampapír-eladóként az ellenértéket devizára kívánták
váltani és a bankok ennek devizaforrás bevonásával tettek
eleget. A nem kamatérzékeny tőkebeáramlás tételei közül a
működőtőke-beáramlás az előző hónapokhoz hasonlóan alak-
ult, míg a részvények esetében további kiáramlást tapasztalhat-
tunk.

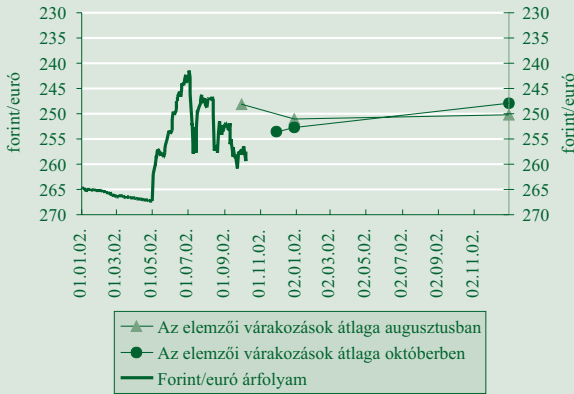
Augusztus közepén a feltörekvő országokat érintő újabb bi-
zalmatlansági hullám hatására a forint néhány nap alatt újra több
mint 4 százalékkal leértékelődött. A leértékelődést ez alkalom-
mal nem kísérte olyan nagymértékű állampapír-eladás, mint júli-
usban, a hónap egészét tekintve mindössze 8 milliárd forinttal
csökkent a külföldiek állampapír-állománya. Augusztus elejétől
kezdődően rövidülés figyelhető meg az állampapír-állomány át-
lagos lejáratában, és a májusi sávsvézésítés óta augusztus volt az
első hónap, amikor a rövid lejáratú állampapírokba való beáram-
lás pozitív volt. Az év korábbi időszakával ellentétben augusztus-
ban enyhén pozitív volt a vállalati szektor külföldi devizaforrás-
bevonása és a belföldi nettó devizahitel-állomány is kismérték-
ben emelkedett. A bankok mérleg szerinti pozíciója záródott,
amely mögött elsősorban a folyó fizetési mérleg jelentős többle-
te állt. A működőtőke-beáramlás az év korábbi hónapjaihoz ké-
pest alacsonyabb volt, míg a részvények esetében március óta
először újra kismértékű beáramlást figyelhattunk meg.

Szeptemberben az Egyesült Államokat ért terrortámadás kö-
vetkeztében újabb sokk érte az árfolyamot, ennek lefolyása
azonban különbözött a feltörekvő piacokról kiinduló fertőzések
okozta árfolyamgyengüléstől. Ekkor ugyanis a leértékelődés fo-
kozatosabb volt, hosszabb ideig tartott és a korrekció is lassab-
ban indult be, mint a korábbi esetekben. Ez a sokk eltérő jellegé-
vel magyarázható, ugyanis a fejlett régióból kiinduló válság a ko-
rábbiaknál hosszabb lefolyásúnak ígérkezik, mivel a terrortáma-
dások következtében tovább fokozódtak a világgazdaság lassu-
lásától való félelmek, és ez tartósan csökkentheti a kockázato-
sabb befektetések iránti keresletet. A nemzetközi tőkepiaci bi-
zonytalanság mérséklődését követően október első heteiben
újra emelkedett a külföldiek állampapír-kereslete, ami túlnyomó
részben a diszkontkincstárjegyek és az MNB-kötvény iránti
magnövekedett keresletben csapódott le. Mindez az árfolyam
lassú erősödésében is megnyilvánult. Október elsején hatályba
lépett az árfolyam csúszó leértékelésének megszüntetése, ez
azonban a hónapokkal ezelőtt megtörtént bejelentés miatt már
nem gyakorolt hatást az árfolyam alakulására. A külső sokkok
okozta állampapír-kereslet ingadozása következtében a külföl-
diek állampapír-állománya október közepén megközelítőleg
azon a szinten állt, mint július végén.

II.8. ábra A külföldiek kezében lévő állampapír-
állomány és annak átlagos lejárata

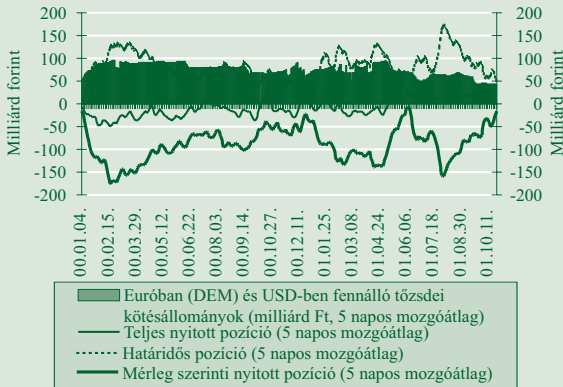


II.9. ábra A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyam-várakozások

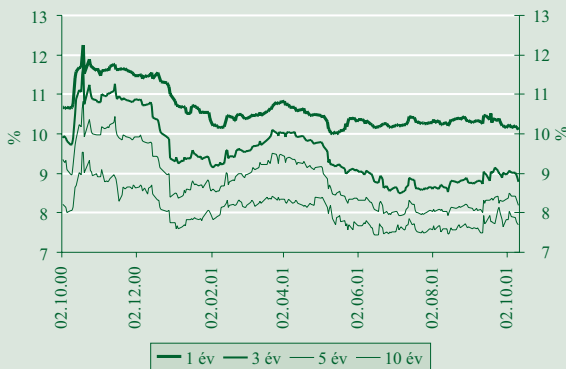


Forrás: Reuters elemzői várakozások.

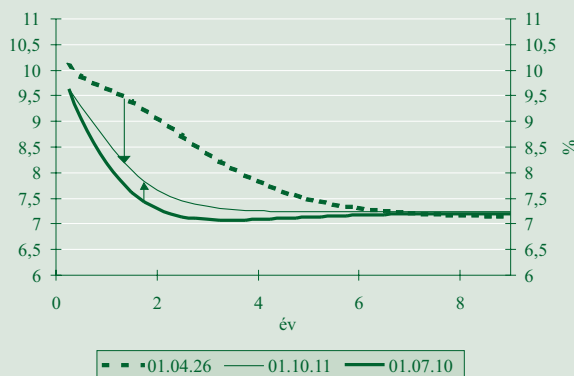
II.10. ábra A bankok nyitott pozíciója és a devizatársdei kötésállományok alakulása



II.11. ábra Zéró-kupon hozamok



II.12. ábra 1 éves származtatott forward hozamgörbék



Az árfolyamra vonatkozó elemzői várakozásokban az elmúlt időszakban némi módosulás volt tapasztalható, ugyanis míg 2002 decemberére az augusztusi Reuters felmérés szerint 250,3 forint/euró körüli árfolyamot vártak, addig az árfolyamvárakozás ugyanerre az időpontra szeptemberben 248,3 forint/euróra, majd októberben még tovább, 248 forint/euróra erősödött (lásd II.9. ábra). Rövid távon azonban enyhén pesszimistábbak lettek az elemzői várakozások, és 2001 decemberére vonatkozóan az elemzők az augusztusi 251,1 forint/euró árfolyamról szeptemberben 252,3 forint/euróra, majd októberben 252,7 forint/euróra módosították várakozásaikat.

A bemutatott tőkeáramlások tükröképeként a bankok mérleg szerinti pozíciója júliusban jelentősen kinyílt, majd augusztustól záródott, és október első napjaira 20–30 milliárd forintra esett. A mérleg szerinti pozíció változását a bankok határidős ügyletekkel fedezték, így október elején a teljes nyitott pozíció megközelítőleg megfelelt a július végi enyhe, 10–20 milliárd forint deviza long (követelés) egyenlegnek (lásd II.10. ábra).

3.1 Hozamalakulás

Előző jelentésünkben 2001. július közepéig követtük nyomon az állampapírpiacon zajló eseményeket. Az azóta eltelt időszakban a zéró-kupon hozamgörbe meredeksége enyhén csökkent: az 1 éves hozam enyhe (kb. 10 bázispontos) mérséklődése mellett az éven túli zéró-kupon hozamok 20–30 bázisponttal emelkedtek (lásd II.11. ábra). A hozamok növekedése háttérben elsősorban az 1–4 év múlva kezdődő időszakokra vonatkozó implicit forward hozamok emelkedése állt (lásd II.12. ábra). A forward hozamgörbe alakja azonban a kismértékű emelkedés ellenére nem változott jelentősen, a sávszélesítés előttivel összehasonlítva továbbra is a 0-tól 2 évig terjedő szakasz meredekebb csökkenése jellemzi.

Az euróhozamok esésének hatására a forint- és az eurószármaztatott forward hozamok különbözete nagyobb mértékben, több mint 50 bázisponttal mozdult el az utóbbi három hónapban (lásd II.13. ábra).

A hozamemelkedés időbeli eloszlása nem volt egyenletes. Az Argentínával kapcsolatos aggodalmak csak átmeneti hatást gyakoroltak, noha a feltörekvő piacok kockázati felárát mérő EMBI spread tartósan megemelkedett. Augusztusban, amikor a Magyarországgal inkább összehasonlítható Lengyelországból érkező kedvezőtlen hírek domináltak, a 2–3 éves hátralévő futamidejű állampapírok 20–30 bázispontos hozamemelkedését már nem követte korrekció. Az USA elleni terrorakciókat követően további tartós emelkedés következett be, de ekkor már minden lejáraton. A globális bizonytalanság miatt megnőtt a biztonságosabb eszközök, így az euró-állampapírok iránti kereslet, ami az ECB kamatsökkentésével együtt az euróhozamok csökkenéséhez vezetett.

Szeptember végén a lejárat deviza-államadósság forintban történő megújításával kapcsolatos hírek és jövő évi forintkibocsátás mennyisége és szerkezete körüli bizonytalanság is hozzájárulhattak a hosszabb hozamok emelkedéséhez és megnövekedett volatilitásához. Október elejétől – a nemzetközi kockázati mutatókkal párhuzamosan – a hozamok minden lejáraton csökkenni kezdtek.

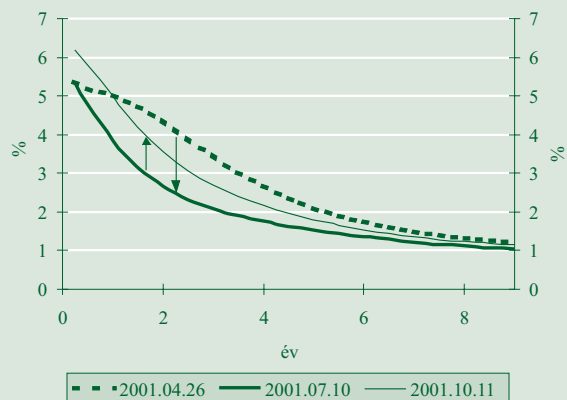
Az a tény, hogy a forwardkülönbözet elmozdulása a görbe szinte teljes hosszában, és azonos mértékben ment végbe, arra enged következtetni, hogy az euróhoz viszonyított különbség növekedése mögött elsősorban külső tényezők és nem a lassabb inflációs konvergenciára vonatkozó várakozás húzódik meg. Erre utal a külföldi befektetők viselkedése is, ugyanis egyrészt az általuk tartott forintállampapír-állomány – a 2000 közepe óta tapasztalható folyamatos növekedés után – az utóbbi 3 hónapban kb. ½ százalékkal csökkent, másrészt az állomány változásának lejárat szerkezete a forward hozamgörbe elmozdulásának megfelelően alakult, vagyis elsősorban a 2–3 éves lejáratok súlya csökkent.

A külföldi befektetők állampapírok iránti keresletét a saját devizájukban elérhető hozam, a forint nominális árfolyamának változása, valamint az elvárt kockázati prémium határozza meg. Az euróállampapír-piaci hozamok az időszak során csökkentek, ugyanis a bizonytalanabb befektetői légkörben megnő az alacsonyabb kockázatot tartalmazó értékpapírok iránti kereslet. A Reuters pénzügyi felmérése alapján valószínűsíthető, hogy jelentősen nem változtak a hosszabb távra vonatkozó árfolyam-várakozások, így megítélésünk szerint csak egy nagyobb elvárt prémium okozhatta a forinthatozamok emelkedését. Ugyancsak a forintbefektetések kockázati felárának emelkedését jelzik a globális kockázatvállalási hajlandóságot mérő mutatók.

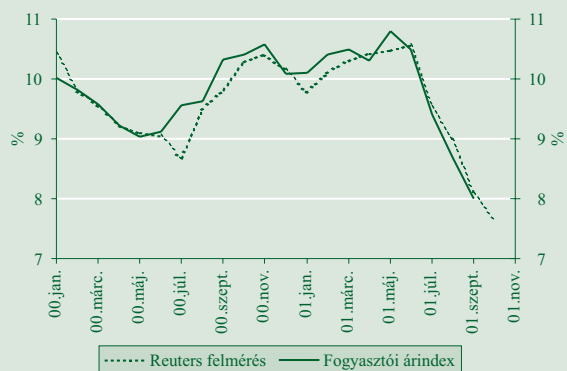
A forint- és az euró- származtatott forward hozamok különbségének pályája képet ad a kamatok konvergenciájának várt pályájáról, s így közvetve arról, hogy hol tart a „konvergenciajáték”. A forward különbség görbében tükröződő várakozások szerint a Magyarország és az eurózóna közötti inflációs különbség nagyjából 2004 végére csökken a maastrichti inflációs konvergenciakritériumnak megfelelő 1,5 százalékpontos szintre.²

A Reuters inflációs felmérése is azt mutatja, hogy a magasabb hozamok mögött nem az inflációs várakozások kedvezőtlen irányú elmozdulása áll. Az elmúlt három hónapban a fogyasztói árak növekedése – az elemzői várakozásokkal összhangban – jelentősen lassult (lásd II.14. ábra). A 2001 és a 2002 végére várt infláció a Reuters felmérése szerint enyhén, 30, illetve 20 bázisponttal csökkent július közepe óta (lásd II.15. ábra). A két szélső érték elhagyásával számított átlagok már mindkét időpontra a célsávban vannak, de a 2002-es érték még mindig magasabb az MNB előrejelzésénél.

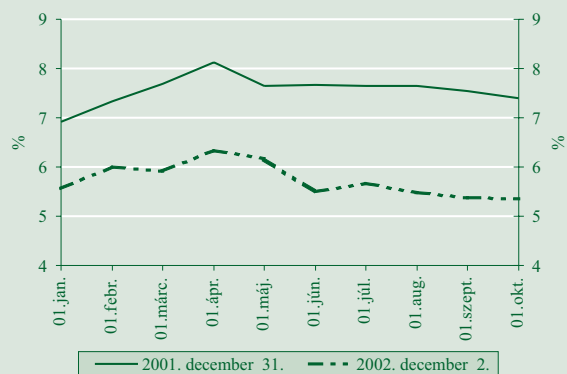
II.13. ábra Az egyéves forint-, illetve euró-származtatott forwardok különbségének pályája



II.14. ábra A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



II.15. ábra A Reuters felmérése a 2001 és 2002 végére várt inflációról



² A 4 év múlva kezdődő, egy éves származtatott forward hozamok különbsége 2 százalékpont. Ez a hozamkülönbözet – azonos hosszú távú reálkamatokat feltételezve – a várt inflációs különbségen túl a forinthatozamok likviditási, illetve országkockázati és árfolyamkockázati prémiumát tartalmazza. Az EMU csatlakozáskor az árfolyamkockázati prémium megszűnik, megmarad azonban az országkockázati felár. Ez jelenleg kb. 80–90 bázispont, ami az EMU-belépés után 40–50 bázisponttal csökkenhet.

III. Az inflációt meghatározó tényezők

A fejezetben a hazai inflációt meghatározó tényezők várható alakulását elemezzük. Egy kis, nyitott gazdaságban a belföldi kereslet és kínálat mellett a külső kereslet, a cserearányok, a külpiaci árak és a nominális árfolyam változása is jelentős hatást gyakorol az áralakulásra. A belső kereslet áttekintése után a külkereskedelmet elemezzük, majd a külső inflációs folyamatokat vizsgáljuk meg. A kínálati oldali folyamatokat a versenyszféra munkapiacán keresztül vizsgáljuk.¹

1. Kereslet

A GDP 2001 második negyedében 4%-kal növekedett, ami az előző negyedévhez viszonyítva lassulást jelez. Az első éves gazdasági növekedés „húzóereje” a háztartások fogyasztásának növekedése volt. A beruházások volumene augusztusi prognózisunkban feltételezettel ellentétben, mérséklődő ütemben emelkedett. Az első félévben az export növekedési üteme lassult.² Az import növekedése elmaradt az exportétól, amit a beruházások visszafogott növekedése magyaráz. Az államháztartás az első félévben a GDP 0,4%-ával járult hozzá a kereslet bővüléséhez.

A reálgazdasági prognózis exogén feltételezései közül a külső keresletre vonatkozó előrejelzésünk a második negyedévi tényadatok és a kilátások alapján jelentősen lefelé módosult. *Alap-előrejelzésünkben* főbb kereskedelmi partnereink importkeresletének bővülését 2001-ben az augusztusi előrejelzés 4,9%-os értékével szemben 3,5%-ra, a 2002-ben a korábbi 7,3%-kal szemben 6%-ra módosítottuk. A magyar export iránti kereslet előrejelzésére kifejlesztett módszerünket alkalmazva, a kereslet konjunkturális lassulásának megfordulása, azaz fordulópontja 2001 végére esik.³ A Monetáris Tanács értékelése szerint ennek megítélése igen bizonytalan, ezért – bár reálgazdasági előrejelzéseink technikai értelemben ezen alapulnak –, monetáris politikai következtetést ebből nem vonhatunk le.

¹ Az állami szektor foglalkoztatási és bérpolitikáját a fiskális politika keresleti hatása részének tekintjük.

² Az első negyedévben az exportbérmunka-anyag elszámolásának utólagos korrekciója miatt a GDP szerinti export volumenindexe közel 4 százalékkal csökkent, míg az importvolumen az utólagos adatrevízió miatt csak 1,5 százalékkal mérséklődött. A korrekciót a nem specifikált felhasználás terhére számolták el, így a nettó export növekedéshez való hozzájárulása az első negyedévben a korábbi több mint egy százalékról nulla közelire csökkent.

³ A külső kereslet előrejelzésének leírását lásd Jakab et al., *Az export előrejelzése ökonometriai módszerekkel*, MNB Füzetek 2000/4.

A Monetáris Tanács, a világgazdasági bizonytalanság friss információkban tükröződő fokozódását érzékelve, a nemzetközi előrejelzések módosulását is figyelembe véve kért egy alternatív külső konjunktúrapálya alapján számított előrejelzési forgatókönyvet is. Ezért készítettünk egy olyan előrejelzési változatot is, amely az alapelőrejelzés szerinti külső kereslet pályához képest elhúzódóbb európai lassulást feltételez („pesszimista” forgatókönyv) (lásd III.1. táblázat).

Alap-előrejelzésünkben⁴ a magyar gazdaság dinamikus növekedése a korábbi prognózisban feltételezettnél kisebb mértékben, de 2001-ben és 2002-ben is folytatódik. A külső kereslet változása a vállalati beruházások ütemcsökkenésében is érezteti hatását, amelyet újabb vizsgálataink igazolnak. A fiskális expanzió ebben az évben a GDP arányában 2,5%-os keresletbővülést eredményez, jövőre a korábban feltételezett 0,2%-os keresletbővüléssel szemben most 0,5%-os bővüléssel számoltunk. A fogyasztási kiadásokra vonatkozó korábbi prognózisunkat a tényadatok és a legfrissebb bizalmi indexek változása alapján lefelé korrigáltuk (lásd III.2. táblázat).

A pesszimista forgatókönyvben vázolt elhúzódó lassulás esetén a külső kereslet bővülés mértékét 2001-re 3,1, 2002 egészére pedig 3,5 százalékra becsüljük. Ezen feltételezés mellett az export növekedési üteme 2002-ben akár 6 százalékra is csökkenhet. Alacsony külső kereslet mellett a beruházások növekedése több mint 1 százalékponttal eshet vissza. A fogyasztás ugyanakkor csak kisebb mértékben lassulna 2002-ben, mert a bérek alkalmazkodása általában lassabb. E tényezők együttesen – az alap-előrejelzésünkhöz viszonyítva – fél százalékponttal csökkentenék a gazdasági növekedés ütemét.

Prognózisunkban 2001-ben éves szinten a nemzetgazdasági külkereskedelemben semleges cserearányhatással számolunk. 2002-re pedig közel 1 százalékos cserearány-javulást feltételeztünk a nemzetközi előrejelzésekkel összhangban. 2001-ben tehát a cserearány-változások nem módosítják a bruttó rendelkezésre álló jövedelmet (GDI-t). 2002-ben viszont a GDI gyorsabban nőhet a GDP-nél, ez a belföldi felhasználás GDP-nél magasabb növekedését teszi lehetővé.

A folyó fizetési mérleg hiányát 2001-re 1–1,5 milliárd euróra (a GDP 1,6–2,6%-ára), 2002-re pedig 1,2–1,8 milliárd euróra (a GDP 1,8–2,8%-ára) becsüljük. A külső finanszírozási igény

⁴ A KSH által a 2000. évi GDP-re vonatkozó októberi adatrevízióját ebben az előrejelzésben nem tudtuk figyelembe venni, mert a negyedéves adatokat nem tették közzé. A GDP utólagos korrekciója szerint a fogyasztási kiadások és a beruházások is magasabb szinten alakultak 2000-ben, mint az előrejelzés alapjául szolgáló előző publikáció szerint. Ebből következően a beruházások dinamikájának csökkenése még nagyobb mértékű, míg a fogyasztási kiadások növekedése pedig kisebb arányú lehet ebben az évben.

⁵ „Végső értékesítés” prognózisunkban a statisztikai hibát is magában foglaló készletfelhalmozás dinamikája a GDP növekedésére nézve – feltételezésünk szerint – semleges, megegyezik a fogyasztás, az állóeszköz-felhalmozás és a nettó export által meghatározott növekedési ütemmel; azaz állandó GDP arányos készletberuházást tételeztünk fel. Makrogazdasági előrejelzéseinket erre a kategóriára értelmezzük; teljes GDP-prognózist tájékoztató jelleggel adunk. A természetbeni társadalmi juttatásokat és a közösségi fogyasztást – amelyek becslése, illetve értelmezése az átlagosnál bizonytalanabb – egy egyszerű szabályt alkalmazva az előző 8 negyedévi növekedés átlagát használva jelezük előre. Az utólagos adatrevízió ezeket a tételeket nagymértékben érintette, a jelenlegi előrejelzés a korábbi alacsonyabb negyedéves adatokon alapul. Emiatt ezeknél a tételeknél a felfelé irányuló kockázat erősebb.

III.1. táblázat Európai konjunktúra – külföldi prognózisok és MNB-előrejelzés

(11 legfontosabb kereskedelmi partnerünk súlyozott átlaga)

	2000	2001		2002	
	tény	új	korábbi	új	korábbi
Kereskedelmi partnereink GDP-növekedése					
MNB-prognózis	3,4	1,2	1,1	1,8	1,8
OECD	3,3	1,3	2,6	1,4	2,8
IMF*	3,4	1,8	2,4	2,2	2,8
Economist Poll*	3,4	1,6	1,9	1,5	2,4
Kereskedelmi partnereink importkeresletének alakulása					
MNB-alapprognózis	10,4	3,5	4,9	6,0	7,3
MNB „pesszimista” forgatókönyv	–	3,1	–	3,5	–
OECD	10,6	2,6	7,3	3,2	7,0
IMF**	10,6	3,4	6,2	4,4	n.a.**

* Az előrejelzés az EMU-12 régióra vonatkozik és nem tartalmaz importelőrejelzést.
** A 2001. májusi IMF World Economic Outlook 2002-es importprognózist nem tartalmaz. Az IMF új prognózisok forrása: World Economic Outlook, 2001. október.

III.2. táblázat A GDP és komponenseinek növekedési üteme – előrejelzés

(éves növekedési ütem)

	%		
	Tény*	Előrejelzés	
		2000	2001
Lakossági fogyasztás	4,0	3,9–4,2	3,4–4,1
Háztartások fogyasztási kiadásai	4,3	4,7–5,0	4,0–4,7
Természetbeni társadalmi juttatások	3,4	0,9	1,3
Közösségi fogyasztás	2,9	1,5	1,6
Állóeszköz-felhalmozás	7,7	2–4	4–6
Export	21,8	10–11	6–12
Import	21,1	9–10	7–13
„Végső értékesítés”	5,0	3,7–4,3	2,8–4,0
GDP ⁵	5,2	3,7–4,5	2,8–4,2

* A KSH által 2001 októberében revideált értékek.

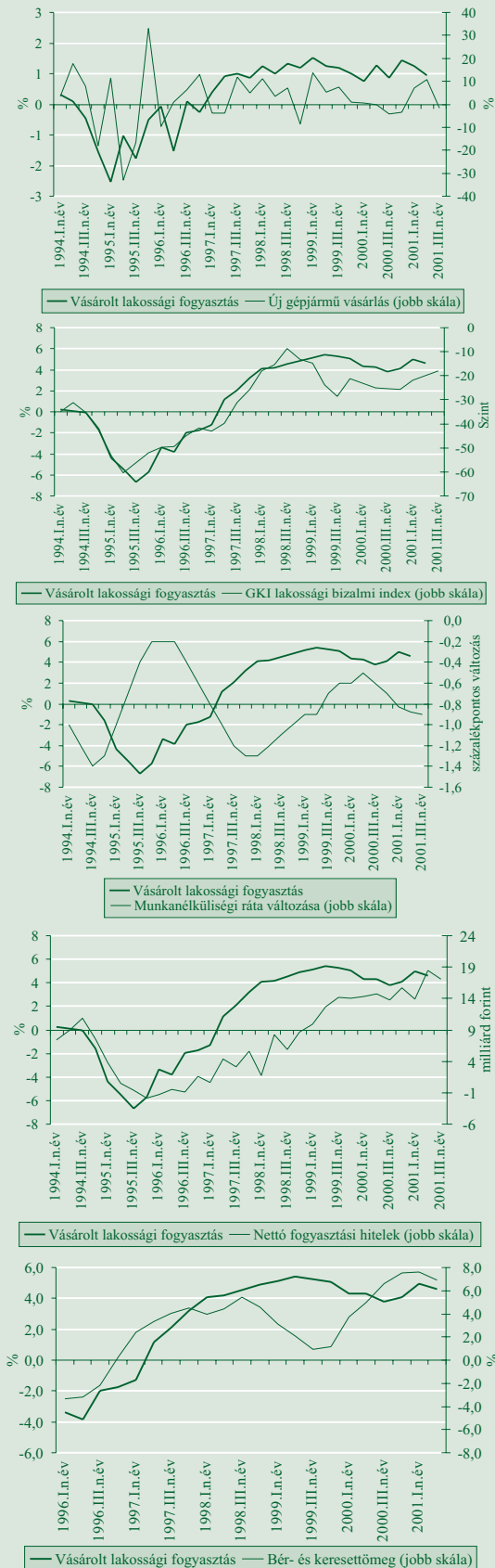
III.3. táblázat A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége / igénye

(a GDP százalékában)

	%		
	2000	2001	2002
	tény	előrejelzés	
I. Államháztartás*	–3,5	–6,0––5,0	–5,4––4,6
II. Magánszektor (1+2)	0,9	3,4– 4,7	2,4–4,2
1. Háztartások	5,1	4,1– 4,6	3,4–4,2
2. Vállalati szektor**	–4,2	–0,7– 0,1	–1,0–0,0
Külső finanszírozási igény (I.+II.)***	–2,6	–2,0––1,0	–2,3––1,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege	–3,2	–2,6––1,6	–2,8––1,8
milliárd euróban	–1,6	–1,5––1,0	–1,8––1,2

* Konzolidált államháztartás (MNB-vel együtt).
** Pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások összesen.
*** Pénzürgalmi szemléletben. A külső finanszírozási igény tartalmazza a folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg egyenlegét is.

III.1. ábra A fogyasztás és néhány előrejelző mutatója



Megjegyzés: az adatok szezonálisan igazítottak. Az első ábra a vásárolt lakossági fogyasztás és az új gépjármű-vásárlás változását mutatja az előző negyedévhez képest. A többi ábrán a vásárolt lakossági fogyasztás, valamint a bér- és keresettömeg éves növekedési ütemei, a bizalmi indexnél a szintidősor, a munkanélküliségi ráta esetében pedig a munkanélküliségi ráta trendjének éves változása szerepel. A nettó fogyasztási hitelek 1995. évi változatlan áron, milliárd forintban értendők.

augusztusi prognózisunkhoz viszonyított csökkenése mindkét évben a vállalati szektor prognosztizált beruházásainak új előrejelzés szerinti mérsékeltbb dinamikájával magyarázható.

A 2001-es évet tekintve, a teljes külső finanszírozási igény várható csökkenése mögött az áll, hogy az államháztartási finanszírozási igényének növekedését a vállalati szektor finanszírozási igényének csökkenése ellensúlyozza. A háztartási szektor finanszírozási képessége, a korábbi prognózisunkkal összhangban, csökken.

2002-re az idei évhez képest a teljes külső finanszírozási igény emelkedésére számítunk. Az államháztartási finanszírozási igénye várhatóan csökken, a magánszektor finanszírozási képessége azonban mérséklődik. Folytatódik a lakossági finanszírozási képesség trendszerű csökkenése, míg a vállalatok külső forrásbevonásának ciklikus – a beruházási tevékenységük enyhe élénkülése miatt bekövetkező – növekedésével számolunk.

A folyó fizetési mérleg prognózisánál figyelembe kell vennünk, hogy az elmúlt időszakban – elsősorban elszámolási különbségek miatt – a vámstatisztika és a fizetésimérleg-statisztika szerinti kereskedelmi mérleg között éves szinten több mint 1 milliárd eurós eltérés alakult ki. Előrejelzésünkben mindkét évre ezen eltérés szinten maradásával számoltunk (lásd III.3. táblázatot a 21. oldalon).

1.1 Lakossági fogyasztás

2001 második negyedévében a fogyasztási kiadások növekedési üteme (4,8%) csökkent ugyan az első negyedévhez viszonyítva, azonban így is meghaladja a 2000. évi átlagos növekedést. A fogyasztás gyorsabb bővülését a bruttó keresettömeg tavalyinál nagyobb növekedése tette lehetővé. A fogyasztási kiadásokra vonatkozó korábbi prognózisunkat lefelé korrigáltuk, így az alap-előrejelzés szerint 2001-ben 4,8%-os, 2002-ben 4,3%-os növekedési ütemet várunk.⁶ Ennek az az oka, hogy egyrészt a korábbi várakozásunknál alacsonyabb lett (0,4 százalékponttal) a második negyedévi fogyasztás, másrészt a fogyasztást előrejelző változók, elsősorban a bér- és keresettömeg várható alakulását lefelé módosítottuk.

A 2001-es fogyasztást becslését nagyban befolyásolja a minimálbéremelés hatásának kiszűrése a bruttó átlagkeresetből, ugyanis a korábban csak névlegesen minimálbér alatt dolgozók effektív keresetét nem befolyásolja a megemelt minimálbér. Így a bruttó átlagkereset-növekedés egy része csak a korábban nem mért, de elfogyasztott jövedelem megjelenése a statisztikákban. Ebből fakadóan a 2001-es teljes keresettömeg növekedésének használatával korábban túlbecsültük a fogyasztási kiadások nagyságát (lásd III.1. ábra.).

A fogyasztási kiadások előrejelzésében rejlő bizonytalanság legfontosabb eleme a vállalati, illetve a kormányzati szektor béreinek alakulása. Amennyiben a vállalati szektor a 2002-re tervezett reálbér-növekedést egy magas inflációs pályához igazítja, akkor az így keletkező többlet-reáljévedelem magasabb fo-

⁶ A fogyasztás előrejelzéséről lásd az MNB *Háttér tanulmányok* c. új sorozatban rövidesen megjelenő Jakab-Vadas: *A háztartások fogyasztásának előrejelzése ökonometriai módszerekkel* c. tanulmányt.

gyasztást eredményez. A versenyszférában a bruttó reál-átlagkereset 1%-os permanens növekedése az első évben 0,5 százalékponttal, a második évben 0,2 százalékponttal növelheti a fogyasztási kiadásokat. Másrészt, ha a kormányzati szektorban dolgozók bruttó reál-átlagkeresete tartósan 1%-kal magasabb az általunk valószínűsített értéknél az a fogyasztási kiadásokat egy éves horizonton 0,1–0,2 százalékponttal növelheti, a második évben azonban már nincs hatása.

További bizonytalanságot jelenthet a külgazdasági konjunktúra lassabb élénkülése (lásd pesszimista forgatókönyv). A vártnál alacsonyabb külgazdasági növekedésre csak késéssel reagálnak a reálbérek, így ebből fakadóan a lakossági fogyasztási kiadásokban is csak késve jelennek meg a külgazdasági hatások. A külső kereslet lassabb bővülésének hatása a fogyasztásban csak 2002 második felétől jelentkezne (2002 harmadik negyedében 0,1 százalékponttal, a negyedik negyedében 0,2 százalékponttal alacsonyabb fogyasztás) 2002 átlagában ezért mindössze 0,1 százalékponttal csökken a fogyasztás (lásd III.2. ábra).

1.2 Beruházások

A beruházások jövőbeli alakulását illetően az augusztusig kepezt jelentősen változtattunk előrejelzésünkön: jelenlegi prognózisunk 2001-re 4–7, 2002-re pedig 1–4 százalékponttal alacsonyabb a korábbiánál.

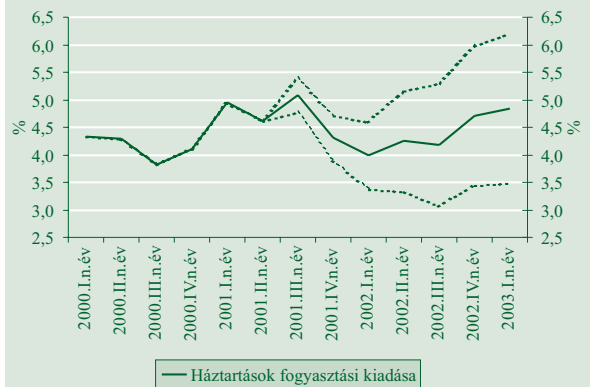
Augusztusi előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy a feldolgozóipar átlagos kapacitáskihasználtságának az év elején tapasztalt 80% feletti szintje a konjunkturális kilátások javulása esetén magasabb beruházási dinamikát eredményezhet. A szolgáltató szektor beruházásainál azzal számoltunk, hogy a forint felértékelődése következtében relatíve olcsóbbá váló beruházási import és a továbbra is dinamikus lakossági fogyasztás 2001-re 7–8%-os beruházás növekedést eredményezhet. A lakossági beruházások esetében – részben az állami intézkedések eredményeként – mindkét évben dinamikus építési tevékenységre számítottunk. Az állam által finanszírozott beruházások terén pedig kiugró növekedést prognosztizáltunk az autópálya-építés felgyorsulása miatt.

A második negyedéves beruházási adatok azonban nem mindenben erősítették meg előrejelzésünket. A második negyedévben az összes beruházás mindössze 3,6%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A feldolgozóiparban és a szolgáltató szférában (különösképpen a telekommunikáció és szállítási ágazat) lassultak a beruházások. Az állam által közvetve finanszírozott beruházások (autópálya-építések) alakulása sem teljesen igazolta az általunk várt mértékű gyorsulást. Várakozásainknak megfelelően tovább gyorsultak a lakossági beruházások, amit jól mutat az ingatlanügylet ágazat beruházásainak első félévi 20% feletti bővülése is.

A beruházások várható alakulásában számos tényezőnek van szerepe. A külső kereslet változását és a kapacitáskihasználtság alakulását meghatározónak tekintjük a beruházási döntések szempontjából (lásd III.3. ábra). A vállalatok rendelkezésre álló jövedelme, a hitellehetőségek és az áralakulás pedig a finanszírozás oldaláról fontos tényezők. A feldolgozóipar kapacitáskihasználtsága magas szinten ugyan, de a második negyedévben is

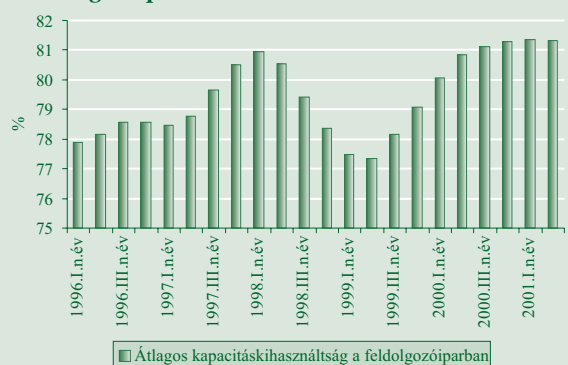
III.2. ábra A háztartások fogyasztási kiadásainak várható növekedése

(előző év azonos negyedévéhez viszonyítva)



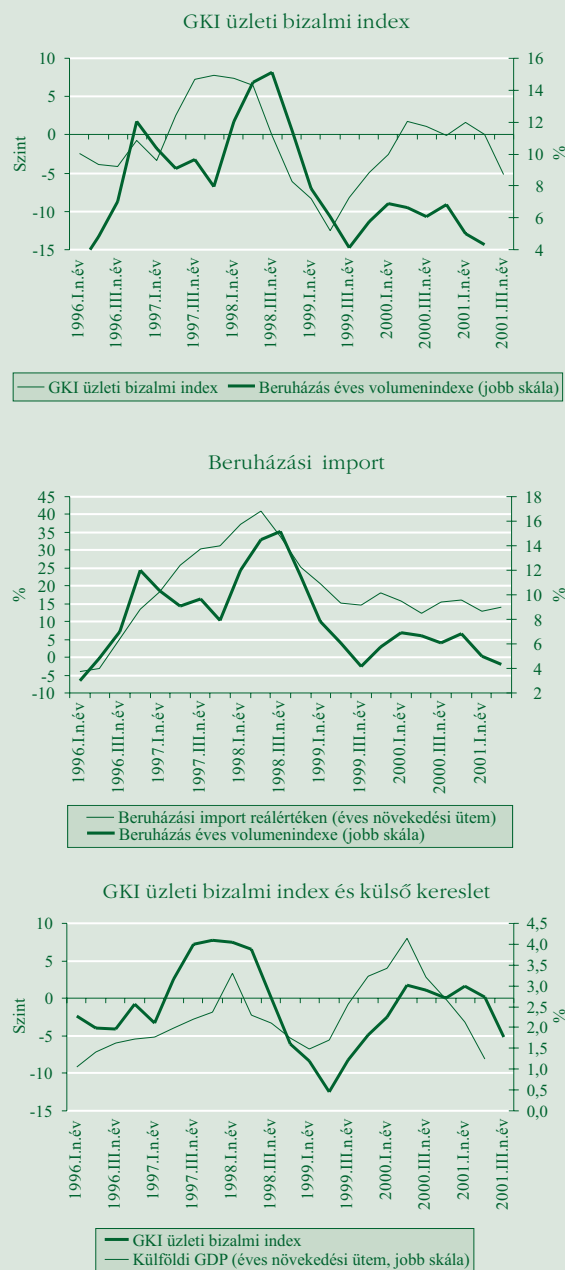
* Szezonálisan igazított idősor négy negyedéves növekedési üteme. A konfidencia-intervallumot a múltbeli előrejelzések hibájából számítjuk; 68% annak a valószínűsége, hogy a jövőbeni tény a kijelölt intervallumba esik.

III.3. ábra Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



* Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg Rt. A felmérésben jellemzően a hazai tulajdonú vállalkozások szerepelnek.

III.4. ábra Beruházás és néhány előrejelző mutatója



Az adatok szezonálisan igazítottak. Az ábrák a beruházások, a beruházási import és a külső kereslet éves növekedési ütemeit, az üzleti bizalmi index esetében annak szintjét mutatják.

III.4. táblázat A nemzetgazdasági beruházások alakulása szektorok szerint (volumenindexek)

	Megosztás*	2000**	2001	2002
Vállalati szektor	67	4,6	-0,5-1,5	1,5-3,5
Ezen belül:				
Feldolgozóipar	23	4,1	-1-1	0,5-3
Szolgáltatások	34	5,5	0-2	3-4
Állam***	16,5	13,2	8-10	11-13
Lakosság	16,5	8,5	11-13	10-12
Nemzetgazdaság	100	6,6	2-4	4-6

* Az összes beruházás százalékában.

** A szektorok szerinti felbontás 2000-re is MNB-becslés.

*** Tartalmazza az állami közvetlen beruházásait és az autópálya-építést is.

stagnált. A GKI üzleti bizalmi indexe mind a második, mind a harmadik negyedévben számottevően csökkent, miközben a beruházási termékek importjának reálértéke korábbi trendje mentén növekedett, ami megfelelt korábbi prognózisunknak.

Augusztusi prognózisunkban csak az importált beruházási cikkek és az üzleti bizalmi index időszora bizonyult alkalmasnak arra, hogy a beruházások előrejelzésébe beépítsük. A külső kereslet változásának hatását nem tudtuk kimutatni, a beruházások növekedését ugyanis a múltban erőteljesen meghatározták a trendszerű mozgások (vállalati relokáció, FDI). A vállalati szektor beruházásai a konjunktúraciklusok fordulópontja közelében azonban érzékenyen reagálnak a külső kereslet változására, annak ellenére, hogy ez statisztikailag nem mutatható ki. Ezt figyeltük meg 1999-ben az orosz válság utóhatásakor, és 2001 első félévében a vállalati szektor nettó jövedelempozíciójának és a folyó fizetési mérleg vártnál kedvezőbb alakulásában. Mindez azt jelenti, hogy az augusztusban alkalmazott beruházáselőrejelzési módszerünk, amely a ciklikus tényezők előrejelzéséhez egy extrapolált trendet adott hozzá, a fordulópont közelében felülbecsülte a jövőbeni folyamatokat.

A beruházási import esetében az év hátralévő részében növekedési ütemének stabilizálódását vetítjük előre, és csak 2002 második negyedévtől számítunk számottevő gyorsulásra. A beruházások viszonylagos rugalmatlansága miatt a forint felértékelődésének hatása csak késleltetve, várhatóan 2002-től jelentkezik. Korábbi becsléseink szerint azonban ennek számszerű értéke mindkét évben jóval elmarad a külső kereslet alakulása okozta beruházásfékeződés ütemétől. A vállalati szektorban – figyelembe véve az első félév tényadatait és az előrejelzés módszerében bekövetkezett változásokat is – a beruházási indikátorok és a vállalati felmérések csökkenő beruházási aktivitást jeleznek mind a feldolgozóipar, mind a szolgáltatási szektor terén. Ez 2001-ben -0,5-1,5%-os, 2002-ben pedig ennél valamivel magasabb 1,5-3,5%-os növekedést eredményezhet, ezen belül a feldolgozóipari beruházást néhány százalékponttal kisebbnek becsüljük a szolgáltató szférájánál.

Korábbi prognózisunkhoz képest módosítottunk az állam beruházásaiban is. Bár 2001-re továbbra is magas, 8-10% körüli növekedési ütemmel számolunk, az előző előrejelzéshez képest az autópálya-építések mérsékelt növekedését jelezzük előre, viszont 2002-re emiatt az ideinél magasabb, 11-13% körüli dinamikát prognosztizálunk.

A lakossági (elsősorban ingatlan-) beruházások előrejelzésében az előző prognózishoz képest nem történt változás. 2000-től a kiadott lakásépítési engedélyek száma 2001 közepéig gyorsuló ütemben növekedett, és ez a felfutás számításaink szerint 2001-2002-ben érvényesül majd teljes mértékben a lakossági beruházásokban. Mivel a kiadott építési engedélyek alakulását mintegy 1-1,5 év csúszással (ami az átlagos kivitelezési idő) követi az átadott lakások száma, így 2001-2002-ben a lakásberuházások növekedése várható.⁷ A kedvezményes lakásépítési hitelek és egyéb konstrukciók már 2000-től hozzájárultak a lakásépí-

⁷ A kiadott építési engedélyek és az átadott lakások száma időben kumulálva nem tökéletesen egyezik meg, hiszen a kiadott engedélyek egy része tényleges beruházás nélkül elévül.

tési kiadások gyorsabb növekedéséhez, a tervezett további kedvezmények pedig szintén megerősítik azt a feltételezésünket, hogy a lakossági beruházások növekedési üteme 2001-ben és 2002-ben is 10% felett lehet (lásd III.4. táblázat és III.5. ábra).

A teljes nemzetgazdasági beruházást a fentiek alapján 2001-ben 2–4%-ra, míg 2002-ben 4–6%-ra tesszük. Az állami beruházások időzítése és statisztikai számbavétele a 2001-es évben egy alacsonyabb beruházási dinamika irányába mutató bizonytalanságot tartalmaz, ami azonban a két év átlagában kiegyenlítődik. A külső kereslet várható alakulását övező bizonytalanság miatt egy alacsonyabb növekedés irányába mutató bizonytalanságot látunk a vállalati szektor 2002-es beruházásait illetően. Ez utóbbira számításokat is végeztünk: ha a külföldi importkereslet a „pesszimista” forgatókönyv szerint alakulna, akkor az a beruházások növekedési ütemét mintegy 1,1 százalékkal mérsékelné 2002-ben, miközben 2001-re a hatás elenyésző. Mindez összességében azt jelenti, hogy alap-előrejelzésünk mindkét évben lefelé aszimmetrikus eloszlással bír.

1.3 Az államháztartás keresleti hatása

Aktuális prognózisunk 2001-ben és 2002-ben egyaránt erőteljesebb fiskális expanziót jelez. Előző előrejelzésünk mindkét évben számolt azzal, hogy a többletbevételek egy részét a költségvetés többletkiadásokra fordítja. A zárszámadási törvény benyújtásával a kiadások konkrét összege is ismertté vált 2001-re, és ennek évközi béremelésre fordított része a 2002-re előrejelzett „tartalékok” egészét felemészti. Mindkét összeg meghaladja azt, amit korábban feltételeztünk, további jelentősebb többletkiadásokat – leszámítva az adókedvezmények hatását – már egyik évre sem várunk.

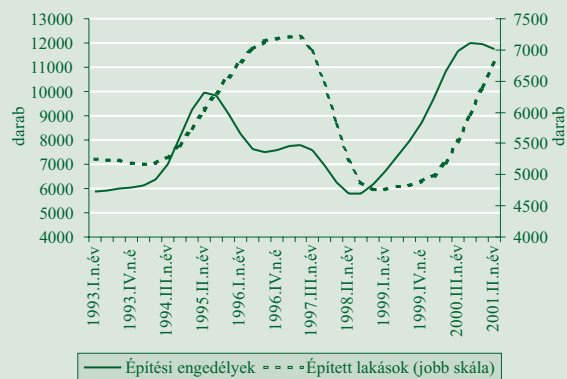
Az államháztartás egészében a júliusban módosított köztisztviselői törvény és az azóta hozott döntések (például egészségügyi pótlék) hatása miatt a keresettömeg dinamikus, 2001-ben 17,3%-os, 2002-ben 20,6%-os bővülésével számolunk a korábban feltételezett 15,9%-os, illetve 11,7%-os növekedéssel szemben. Ez – az állami foglalkoztatottság évi 1,3%-os csökkenése mellett – az átlagkeresetek 18,8, illetve 22,2 %-os növekedéséből adódik.

Előrejelzésünket a zárszámadási törvényben szereplő többletkiadások hatásán túlmenően módosítottuk a fiskális folyamatok alakulása miatt is. Ezek a bevételi és kiadási folyamatok⁸ összességében csökkentenék a deficitet, a többletkiadásokat azonban nem ellensúlyozzák.

A nyugdíjemelésre vonatkozóan a 2001–2002. évi költségvetési törvény a svájci index értékén felül 3–3% emelést hagyott jóvá. Mivel a svájci indexet meghatározó értékek (infláció és bér) meghaladták az eredetileg feltételezett mértéket, ezért a törvény alapján júliusban és novemberben – korábbi prognózisunknak megfelelő mértékű – pótlólagos nyugdíjemelésre került sor.

2002-ben szintén nagyobb SNA elsődleges hiányt és keresleti hatást várunk, mint korábban. Ennek hátterében az áll, hogy az

III.5. ábra A lakásépítési engedélyek és az átadott lakások számának alakulása*



* Szezonálisan igazított adatok.

⁸ A támogatási célprogramok 2001-es előirányzata például erőteljes növekedést tartalmazott, az eddigi időszak kifizetései azonban elmaradtak ettől.

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

	%			
	Tény		Előrejelzés	
	1999	2000	2001	2002
1. SNA operacionális deficit változása (2.+3.)	-1,0	-0,9	2,2	0,5
2. Közvetett keresleti hatás (reálkamat-változás)	-0,4	-0,3	-0,3	0,0
3. Közvetlen hatás (4.+5.)	-0,6	-0,6	2,5	0,5
4. GFS elsődleges egyenleg változása	-1,3	1,1	0,6	0,6
5. Egyéb tényezők változása (SNA korrekciók)	0,7	-1,8	1,9	-0,1

* Az operacionális deficit számításánál feltételeztük, hogy a keresletre nem csupán a kamatokban foglalt inflációs kompenzációknak, hanem annak évenkénti ingadozásának sincsen hatása, ennek megfelelően a reálkamatot mozgó átlaggal simítottuk.

** Az egyéb keresleti tényezők a kereslet szűkítésének vagy bővítésének olyan csatornáit, amelyek a hivatalos elsődleges egyenleg alakulásában nem tükröződnek. Ide soroljuk például a Magyar Fejlesztési Bank, az ÁPV Rt. és a Nemzeti Autópálya Rt. keresleti hatását. A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülését jelzi.

egyéb keresleti tényezők⁹ esetében már nem számolhatunk csökkenéssel, a korábban ettől várt 0,6% GDP arányos kereslet-szűkítés elmarad. A többletbevételek felhasználása ugyanis korábbi feltételezésünktől eltérően nem folyamatosan történik a két év alatt, hanem már a bázisidőszakban, 2001-ben teljes mértékben bekövetkezik (lásd III. 5. táblázat).

2001-re a keresleti hatás bizonytalansági eloszlása szimmetrikus, várhatóan a GDP 2,3 és 2,7%-a közé esik. A keresletbővítés 2002-ben a GDP 0,2 és 1%-a közé tehető, úgy, hogy összességében a magasabb érték kockázata nagyobb. Egyrészt nem zárható ki, hogy újabb többletkiadásokról születik döntés, másrészt az idei év eddigi időszakában az előirányzott kiadások tényleges felhasználási üteme nem gyorsult fel a tervezett mértékben, az alacsonyabb bázis pedig önmagában nagyobb dinamikát jelent, és a magasabb keresletbővítés irányába hat 2002-ben. A bérek és a fogyasztás alakulása az adóbevételeken keresztül inkább a lefelé irányuló bizonytalanságot erősíti.

1.4 Nettó export

Az áru- és szolgáltatás-külkereskedelem év elejétől lassuló dinamikája a második negyedévben is folytatódott, aminek mindezekelőtt a külső kereslet növekedési ütemének csökkenése adott hátteret. A reálfelértékelődésnek érezhető hatása a második negyedévig még nem volt. Külkereskedelmünk dinamikájában a külső kereslet prognosztizált gyorsulása azonban csak 2002-ben érezheti majd hatását, miközben a 2001-ben bekövetkező reálfelértékelődés késleltetett hatása is jelentősebb tényezővé válik.

A külső konjunktúra jelentős gyengülésének időpontja közel esik az árfolyamrezsim megváltoztatásához, ami megnehezíti a külső konjunktúra és a reálárfolyam hatásának elkülönítését. Így az a paradox helyzet állt elő, hogy a 2001-es év hátralevő részére a növekedési ütemek tekintetében előrejelzéseink hibahatára nagyobb, mint a 2002-re vonatkozó előrejelzéseké. Ez utóbbiaknál azonban a kockázat szinte teljes egészében negatív irányú.

A külső kereslet és a reálárfolyam alakulása

A külső kereslet alakulását három módon vesszük figyelembe: legfontosabb külkereskedelmi partnereink magyar exportszer-

⁹ Az egyéb keresleti tényezők a kereslet szűkítésének vagy bővítésének olyan csatornáit, amelyek a hivatalos elsődleges egyenleg alakulásában nem tükröződnek. Ezek az eltérések jellemzően az elszámolások időbeli eltéréseiből, valamint abból erednek, hogy egyes bevételek jellegükből adódóan finanszírozásként kezelhetők, továbbá azzal kapcsolatosak, hogy az államháztartási kör jogi meghatározása nem egyezik meg a statisztikai-közgazdasági megközelítés definíciójával. E korrekciós tényezők súlya az elmúlt években jellemzően két érték körül ingadozott, a GDP 1,2%-a volt 1996-ban és 1998-ban és nagyjából a GDP 1,9%-a volt 1997-ben, 1999-ben és várhatóan 2001–2002-ben. A 2000. év kivételes volt, mivel a finanszírozási bevételek szintje alacsony volt, miközben a többletbevételek felhasználása miatt a letéti számlák és az ÁPV Rt. egyenlege többletet mutatott. 2001-ben az egyéb keresleti tényezők súlya a korábbi szintre állt volna vissza a tervek szerint, és összhatását tekintve ezen az a belső átrendeződés sem változtat, hogy várhatóan az MFB Rt. és a hitelből megvalósuló útépités szerepe nagyobb lesz, míg a finanszírozási bevételek (törlesztésből, privatizációból, koncesszióból eredő bevételek) elmaradnak a tervezettől. Az egyéb keresleti tényezők súlya változatlan marad 2002-ben, az említett belső átrendeződés azonban folytatódik.

kezettel súlyozott GDP-jét, importját, illetve az OECD által számolt kompozit előrejelző mutatószámát követjük nyomon (lásd 3. lábjegyzet). Lefutásában mindhárom közel azonosnak mutatja a külső kereslet alakulását, külkereskedelmi prognózisaink elkészítéséhez azonban az importalapú külső keresletet tartjuk a legalkalmasabbnak. Az importalapú külső kereslet a korábbi jelentésben szereplőhöz képest lefutásában nem, szintjében azonban változott: a 2000 végétől megindult lassulás erőteljesebbnek bizonyult (lásd III.6. ábra).

A 2001-re vonatkozó éves átlagos külső keresletbővülés mértékét a korábbi 4,9%-kal szemben csak 3,5%-ra, 2002-re pedig az előző jelentésben szereplő 7,3%-kal szemben csak 6%-ra tesszük. Az eltérésnek nemcsak a rendelkezésre álló tényadatok bővülése, valamint az utólagos adatrevízió adja magyarázatát, hanem az is, hogy a trendforduló okozta előrejelzési bizonytalanság miatt vettük egy átlagos múltbeli EU-konjunktúra lassulásának pályáját, s ezzel korrigáltuk becsléseinket.

A külső konjunktúra 2002-es alakulását illetően, jelentős lefelé irányuló bizonytalansággal számolhatunk. Ezért egy „pesszimista” forgatókönyvet is megvizsgáltunk: ebben a külső kereslet bővülésének mértéke 2001 egészére 3,1%, 2002 egészére 3,5%.

Az alap-előrejelzés szerinti külső kereslet alapján idén a forint fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyama várhatóan 6,9%-kal értékelődik fel, amit 2002-ben kisebb (1,2%-os) leértékelődés követ. A 2001. évi felértékelődésben túlnyomórészt a sávszélesítés hatása játszik szerepet, de a lassuló külső kereslet belföldi termelékenységre kifejtett hatása sem elhanyagolható. Emiatt 2001-ben a fajlagos munkaköltség az előző évinél némileg jobban emelkedik, miközben a nominálárfolyam felértékelődik. 2002-ben a nomináleffektív árfolyamindexben éves szinten továbbra is mutatkozik némi felértékelődés. A gyorsuló külső kereslet miatt azonban a termelékenységnövekedése is gyorsul, az árfolyamhatás begyűrűzésének és a TB-járlék további 2 százalékpontos csökkenése a bérköltségindexet mérsékli, így a reálárfolyam leértékelődik. Az augusztusi előrejelzésünkhöz képest 2001-ben 1,5%-kal, 2002-ben pedig mintegy 7%-kal leértékelt reálárfolyamot prognosztizálunk.

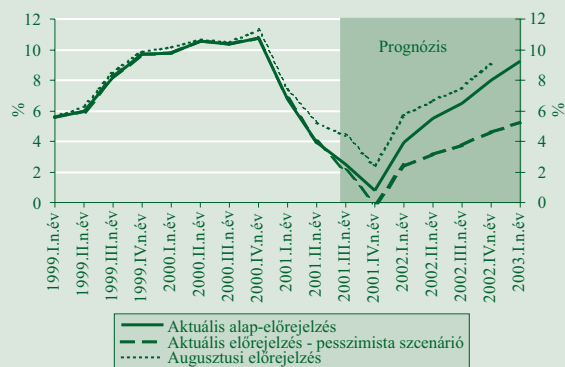
Az említett pesszimista külső kereslet forgatókönyv esetén, az alacsonyabb belföldi termelékenységnövekedés miatt a 2002-re prognosztizált reálleértékelődés – fajlagos bérköltség alapon – megszűnne, egy stabil reálárfolyamszintre változna. Ezért a 2002-re vonatkozó előrejelzés kockázata inkább negatív irányú: a kevésbé leértékelt reálárfolyam irányába mutat (lásd III.7. ábra).

Külkereskedelem

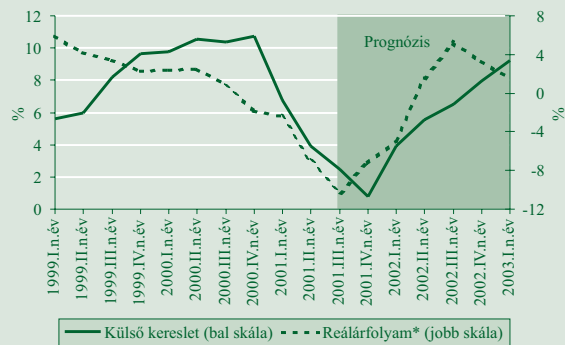
Az áruexport volumenének növekedési üteme a korábban előrejelzetthez képest erőteljesebben csökken új prognózisunk szerint. Ennek azonban csak részben oka a külső kereslet növekedési ütemének lassulása. Egyrészt, amint már jeleztük, a ciklikus fordulópontok környékén tapasztalható becslési problémák miatt módosítottunk az előrejelzési módszeren.

A nemzetgazdasági áruexport prognózisát emellett további tényezőként egy adatrevízió is befolyásolja: a KSH a második negyedévi GDP publikációjakor az export első negyedévi volumenindexét közel 4 százalékkal csökkentette. A tényadatok revíziója a nemzetgazdasági export 2001-es növekedési ütemére vo-

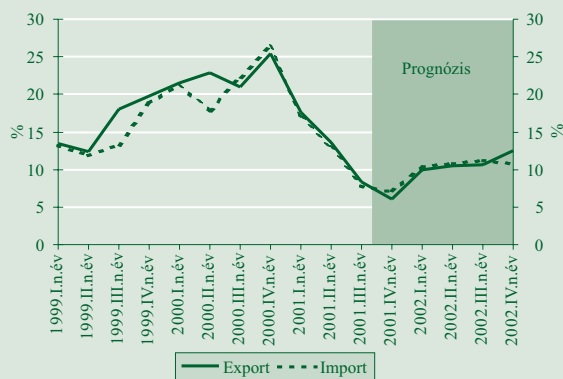
III.6. ábra Az importalapú külső kereslet aktuális és előző prognózisa
(éves növekedési ütem)



III.7. ábra A külső kereslet és a fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyam alakulása
(éves növekedési ütem illetve a reálleértékelődés éves üteme)



* Az index pozitív értéke reálleértékelődést jelez.

III.8. ábra Az áruexport és -import várható alakulása (éves növekedési ütem)

natkozó korábbi 14%-os előrejelzésünket önmagában 2 százalékponttal csökkenti. A korábbi prognózishoz viszonyítva tehát több mint 4 százalékponttal (10%-ra) csökkentettük az exportnövekedésre vonatkozó előrejelzésünket. A 2002-re vonatkozó prognózis ugyancsak 10% körüli exportbővülést tartalmaz, ugyanakkor a feltételezett alacsonyabb külső keresletbővülés esetén ennek az ütemnek kifejezetten erős lefelé irányuló kockázata van.

Az áruimport dinamikájának csökkenése a második negyedévben tovább folytatódott és a július, augusztusi tényadatok ezen tendencia folytatódását vetítik előre a harmadik negyedévre is. 2001-ben az év egészét tekintve az import bővülési ütemének mintegy 10–12 százalékpontos mérséklődést várjuk, szemben az előző prognózisbeli 7 százalékpontos visszaeséssel. Az import növekedési ütemének mérséklődése a korábbi prognózishoz viszonyítva elsősorban a külső keresleti tényezők megváltozásának (4 százalékkal alacsonyabbra várható exportdinamika) és a beruházási előrejelzés lefelé módosításának következménye.

2002-ben az importkereslet növekedésére számítunk egyrészt a beruházások élénkülése miatt, másrészt számolunk az alacsonyabb importárak miatti helyettesítési hatással a fogyasztási cikkek körében (lásd III.8. ábra).

A szolgáltatásokra vonatkozó prognózisnál a külső keresletre vonatkozó előrejelzés változása feltételezésünk szerint az idegenforgalomban érezteti hatását. 2002-ben a bevételek növekedési üteme a korábban feltételezettnél kisebb mértékben nő. Az utazási hajlandóság csökkenése és a szabályozások változása miatti áremelkedés mérsékli a magyarországiak külföldi költségeit is.

2. Kínálati tényezők – munkapiac

Az árfolyamalapú dezinfláció reálgazdasági költségei szempontjából meghatározó a munkapiac rugalmassága, a vállalkozások munkapiaci alkalmazkodásának gyorsasága. A munkapiacra vonatkozó előrejelzéseinket az augusztusi *Jelentéshez* képest kissé lefelé módosítottuk: a versenyszféra becsült bruttó keresetösszeg-növekményének alap-előrejelzése 2001-ben 14%-ról 13,2%-ra, jövőre 9,8%-ról 9,2%-ra mérséklődött. A változást részben az előrejelzési módszerek változása, részben a külső és belső konjunkturális prognózisunk módosulása okozza.¹⁰ Bérprognózisunk mindkét évben felfelé irányuló bizonytalanságot tartalmaz.

A felértékelődő árfolyam, a termékpiacon infláció csökkenése és a relatíve rugalmatlan bérszerződések rövid távon egy meglepetésszerű reálbér-emelkedést okozhatnak. Ugyanakkor az exportorientált vállalkozások nyereségességét (elsősorban a feldolgozóiparban) a külső kereslet erőteljes lassulása, illetve a trendforduló után a fellendülés elhúzódása is érzékenyen érintheti. A szolgáltatások területén érvényesül az erős belföldi kereslet húzóhatása, a kereslet növekedésének mértéke azonban várhatóan elmarad az augusztusi prognózisunkban számszerűsítettől.

¹⁰ Elemzésünkben „munkapiac” alatt kizárólag a versenyszférát értjük; az államháztartási bér- és foglalkoztatási folyamatokat a fiskális politikáról szóló fejezetben szerepeltetjük.

A magyar munkapiac sajátosságait figyelembe véve azt várjuk, hogy a vállalkozások a forint tartós felértékelődéséhez és a keresleti hatásokhoz először a nem rendszeres kifizetések (prémium, jutalom) csökkentésén keresztül alkalmazkodnak. Így 2001-ben a sávszélesítés következtében, illetve a külső kereslet lassulása miatt jelentős negatív foglalkoztatási hatással nem számolunk.

2002-ben a forint felértékelődének áthúzódó hatásai és a külső kereslet korábban vártnál lassabb fellendülése miatt romló profitkilátások óvatosabb vállalati bérpolitikára kényszeríthetik a vállalkozásokat már az év elején. Az alkalmazkodási folyamat eredményeként ebben az évben mérsékelt reálbér-emelkedés és tompított foglalkoztatási hatások jelentkehetnek. A keresleti tényezőkre vonatkozó prognózisaink változásának eredményeként mind a létszám, mind az átlagbér növekedése az augusztusi előrejelzésekhez szereplőhöz képest mérsékeltőbb. Mint azt a kereslet alakulásáról szóló fejezetben jeleztük, számításaink során figyelembe vettük a külső kereslet nemzetközi előrejelzések szerinti lefelé irányuló kockázatát is. A külső kereslet jóval kisebb mértékű növekedését feltételező változatban mind a foglalkoztatottság, mind a bérek növekedési üteme mérsékeltőbb lehet a alap-előrejelzésünkben szereplőnél.

A munkapiaci folyamatok alakulását meghatározó tényező, hogy 2001 januárjában megvalósult a minimálbér 40 000 Ft-ra való (57%-os) emelése, amit 2002 januárjában egy újabb, ezúttal 50 000 Ft-ra történő (25%-os) emelés követ. Az előző *Inflációs jelentésünkben* részletesen ismertettük megfontolásainkat, melyek miatt a minimálbér-emelés munkaerőköltségekre gyakorolt hatása 2001-ben valószínűleg kisebb mértékű volt, mint azt az emelés mértéke és az átlagkereset-növekedésre rendelkezésre álló hivatalos statisztikák alapján gondolhatnánk. Ezzel szemben a 2002-ben megvalósuló minimálbér-emelés várhatóan már szélesebb körben okozhatja a munkaerőköltségek növekedését.

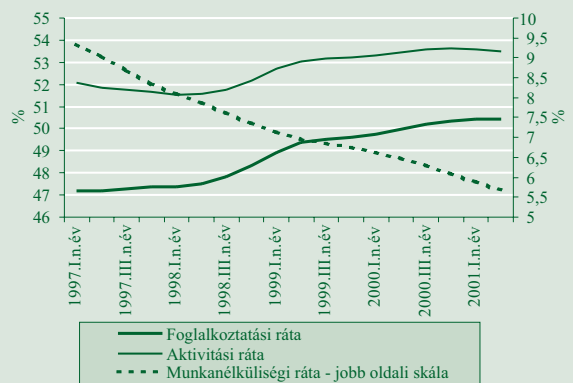
2.1 Munkaerő-felhasználás és tartalékok

2001 második és harmadik negyedévében nemzetgazdasági szinten gyakorlatilag stagnáló foglalkoztatási ráta jellemezte a munkapiacot. Folytatódott a munkanélküliek arányának csökkenése. A korábbi évekkel ellentétben ugyanakkor az aktivitási ráta stagnálása-csökkenése volt megfigyelhető, ami nem annyira konjunkturális folyamatokkal, mint egyes demográfiai folyamatok, illetve a tavalyi nyugdíjkorhatár-emelés aktivitásemelő hatásának elmúlásával magyarázható (lásd III.9. ábra).

A versenyszférában a korábbiakhoz képest lassult extenzív munkaerő-felhasználás bővülési üteme. A versenyszférán belül mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltatásokban emelkedett a foglalkoztatottak száma (lásd III. 10. ábra).

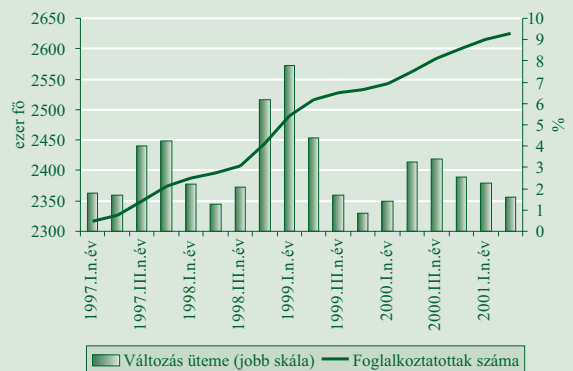
Az extenzív növekedés munkaerő-tartalékának a gazdaságilag aktívak (foglalkoztatottak és munkanélküliek) számítanak. A gazdaságilag aktívakon belül a munkanélküliek aránya évek óta folyamatosan csökken, és ez a tendencia az idén sem tört meg, a munkanélküliségi ráta szezonálisan igazított értéke a harmadik negyedévben 5,5% volt. Az effektív munkaerő-tartalék mértéke azonban ennél alacsonyabb, mert a tartósan állás nélkül lévők, az alacsony képzettségűek aránya magas, és korlátozott a

III.9. ábra Munkapiaci mutatószámok*



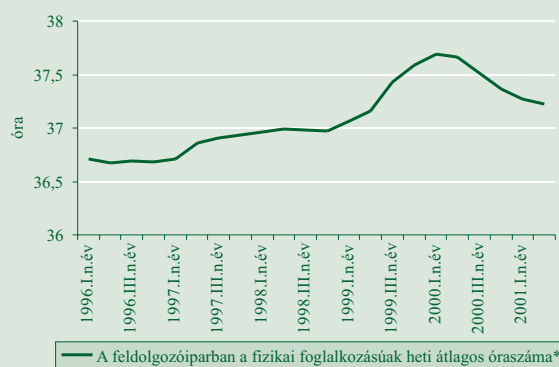
*A KSH munkaerő-felmérése. Szezonálisan igazított és simított adatokból számolva.

III.10. ábra A foglalkoztatottak létszámának alakulása*



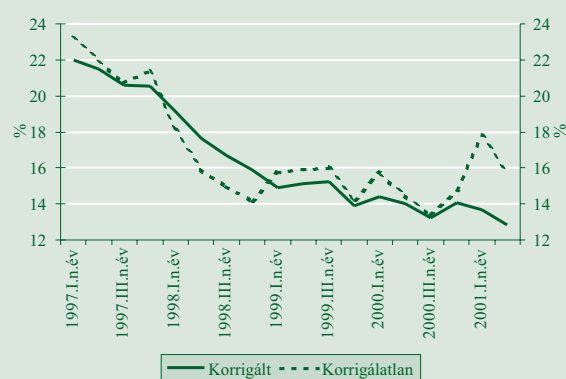
*A KSH munkaerő-felmérése. Szezonálisan igazított és simított adatokból számítva. A változás az előző negyedévhez képest évesítve. Versenyszféra (mezőgazdaság nélkül).

III.11. ábra A fizikai foglalkozásúak heti átlagos óraszámja a feldolgozóiparban *



* Az 5 fő feletti körre statisztika módszerrel átszámított, szezonálisan igazított adatok.

III.12. ábra A bérinfláció alakulása a versenyszférában*
(változás az előző év azonos időszakához képest)



*Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított éves változás. A korrigált mutató a minimálbér-emelés hatásától és a szezonális ingadozásoktól is megtisztított bérinflációt mutatja.

munkanélküliek földrajzi mobilitása is. Az aktivitási ráta emelkedésének megtorpanása is szűkös munkapiaci tartalékokra utal.

A foglalkoztatott munkaerő kihasználtságának intenzitását méri az átlagosan ledolgozott munkaórák száma. A feldolgozóiparban a fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos munkaóraszám 2000-ben a termelés növekedési ütemének csökkenésével párhuzamosan mérséklődött, és ez a tendencia az idei első félévben is folytatódott, amely összhangban van a konjunkturális változásokkal (lásd III.11. ábra).

Előrejelzési horizontunkon a versenyszférában az augusztusi előrejelzésünkben szereplő lassú növekedés helyett most már azzal számolunk, hogy a foglalkoztatottság szintje nem változik (azaz a foglalkoztatottak létszámát a második negyedév szintjén rögzítettük).¹¹ Ennek háttérében több feltevés áll. A *feldolgozóipart* tekintve, a forint tartós felértékelődéséhez való vállalati alkalmazkodás előrejelzésünk szerint elsősorban a béralakulásban megy végbe, így foglalkoztatásra gyakorolt hatása várhatóan minimális lesz. Ugyanakkor azt feltételezzük, hogy a feldolgozóiparban a külső konjunktúra korábban vártnál nagyobb mértékű és jobban elhúzódó lassulása csökkenti a munkaerő-keresletet, ami előbb-utóbb a munkaerő-felhasználás extenzív mutatóiban érzékelhetővé válik. A *szolgáltatási szektorban* ugyanakkor a foglalkoztatásra még húzóerőt gyakorolhat az erős belföldi kereslet, a 2002-re tervezett minimálbér-emelés azonban fékező hatással járhat, és ennek eredőjeként ebben a szektorban is gyakorlatilag stagnáló foglalkoztatottság várható. A stabilizálódó foglalkoztatottság mellett az ágazati, illetve regionális szűk keresztmetszetek általánossá válására nem számítunk.

2.2 Bérinfláció

A munkaköltségek növekedését a bérinfláció és az adószabályok változása együttesen határozzák meg. 2001 második negyedévében a statisztikai adatok a versenyszektorban 15%-ot meghaladó átlagkereset-növekedést mutatnak.¹² A minimálbér-emelés statisztikai torzító hatását is kiszűrő tiszta bérinflációs mutatók azonban ennél alacsonyabb és enyhén mérséklődő dinamikát jeleznek.¹³ Ez a tendencia megfelel korábbi prognózisunknak (lásd III. 12. ábra).

A béraprognózisok készítésének módszertanát a korábbi előrejelzésekhez képest formalizáltabbá tettük. A *feldolgozóipar* esetében a bérnövekedést döntően a termelékenység alakulása határozza meg. A termelékenység (azaz vállalati jövedelmezőség) konjunkturális változását a bérek lassan és tompítva követik, mert a vállalkozók a konjunktúra és a profitkilátások várható alakulására vonatkozó információkra először a munkaerő-felhasználás intenzitásának (a ledolgozott heti munkaórák száma) és a nem rendszeres kifizetések (prémium, jutalom) változtatásával reagálnak, hiszen az extenzív alkalmazkodás (elbocsátás, illetve felvétel) költségei jelentősek. Figyelembe vesszük ezen kívül a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek fogyasztói

¹¹ A foglalkoztatottság szintjére vonatkozó prognózisunk 2001-ben 0,2–0,3 százalékponttal, 2002-ben 0,3–0,4 százalékponttal kisebb az augusztusiniál.

¹² A bérinfláció a KSH statisztikai adatszolgáltatásában publikált adatokból kiszűri az ágazati, szerkezeti összetétel és a munkanapszám változásából eredő hatásokat, így ténylegesen a munkaerő drágulásáról ad képet.

¹³ Erről lásd részletesen az augusztusi jelentést.

árának változását, az antiinflációs politika hitelességére vonatkozó feltételezéseket és a minimálbér-emelés várható hatásait. A *szolgáltatás beralakulása előrejelzésekor* az inflációs várakozásokból – a defláció hitelességére vonatkozó feltételezésekből – indulunk ki, és figyelembe vesszük a a minimálbér-emelés várható hatásait is.

Prognózisainkban azzal számolunk, hogy a feldolgozóiparban a termelékenység növekedése 2001-ben lényegesen lassul, 2002-ben pedig – a külső kereslet alakulásával összhangban – gyorsul (aminek bérekre gyakorolt hatása késleltetett). A forint tartós felértékelődéséhez való alkalmazkodás várakozásaink szerint 2002-ben erősödik, miközben a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek árindexe jelentősen mérséklődik. A minimálbér-emelkedés miatt 2001-ben a feldolgozóiparban egyáltalán nem, a szolgáltatásokban pedig minimális bérinfláció-növelő hatással számoltunk, 2002-ben pedig mindkét területen 1,5 százalékpontot vettünk figyelembe.

A munkaerőköltségek alakulására az is hat, hogy 2002-ben 2 százalékponttal csökken a munkaadói TB-járulék. Változatlan keresettömeg mellett ez 1,5 százalékpontos munkaköltség megtakarítást jelentene. Alap-előrejelzésünkben azzal a hipotézissel élünk, hogy a vállalkozói szféra összességében a minimálbér-emelés miatti többletterhek finanszírozására kizárólag a köztehercsökkenésből adódó megtakarítás fordítódik.

A versenyszféra átlagbéreinek növekedésére vonatkozó alap-prognózisunk 2001-ben 0,5–0,6 százalékponttal, 2002-ben 0,2–0,3 százalékponttal mérséklődött az augusztusi jelentésben publikáltakhoz képest. Ez részben a keresleti tényezők módosulására vezethető vissza, de a bérek becslésének módszerében bekövetkezett változás is hozzájárult.

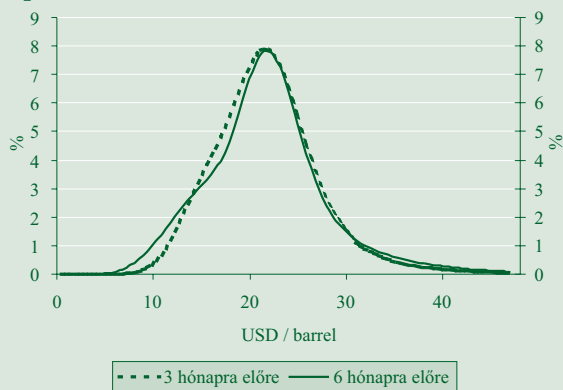
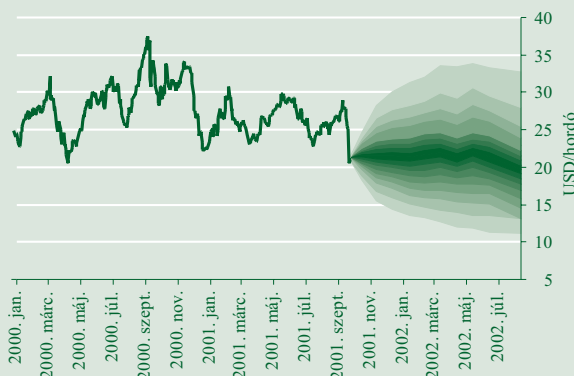
Alap-előrejelzésünk szerint a versenyszférában a *bruttó keresettömeg* növekedése az előző évi 16%-ról 2001-ben 12,5–14,5%-ra, 2002-ben pedig 8–11%-ra csökken. Az alap-előrejelzés bizonytalanságát tekintve, a fent leírtaknál rugalmatlanabb munkapiaci alkalmazkodás esetén a nominális béremelkedés magasabb lehet. A monetáris politika hitelességének feltételezettnél kisebb mértéke szintén magasabb munkaköltség-növekedést okozhat. Ugyanakkor a feldolgozóiparban a külső kereslet alappályájában a feltételezettnél nagyobb lassulás mérsékeltebb bérdinamikával is járhat. Prognózisunk mindkét évben összességében felfelé irányuló bizonytalanságot tartalmaz.

3. Az importált infláció

Az importált inflációs nyomás 2001 eddig eltelt időszakában nagyobb mértékben mérséklődött, és a következő másfél évben is ennek a tendenciának a folytatódása várható.

A második negyedévben az importált infláció mindhárom tényezője – a világpiaci nyersolaj árak, az euró/dollár-árfolyam és az euróövezet iparcikkárainak alakulása – még növelte, a harmadik negyedévben azonban már mérsékelte az inflációs nyomást.

2001 január–szeptemberben a május-júniusi emelkedés miatt a második negyedévi árak voltak a legmagasabbak, a harmadik negyedévben ismét 25 dollár körül stabilizálódtak a hordónkénti Brent olaj árak. A világgazdasági konjunktúra a korábban gon-

III.13. ábra A Brent-olaj várható áralakulásának opciós árakból becsült eloszlása**III.14. ábra** Brent-olaj jövőbeni áralakulásának legyezőábrája*

*A felhasznált valószínűségi eloszlások a WTI opciókból származtatva, majd Brentre átszámítva

III.6. táblázat A dollár/euró árfolyamra vonatkozó piaci előrejelzések*

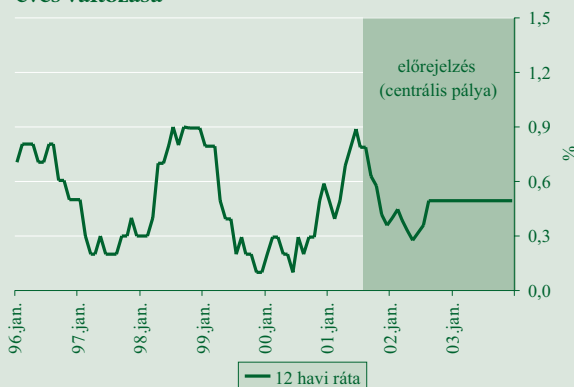
Az előrejelzés időpontja	Az előrejelzés horizontja		
	3 hónap	6 hónap	12 hónap
2001. augusztus	0,87	0,87	0,88
2001. szeptember	0,90	0,88	0,91
2001. október	0,96	0,95	0,93

*11 nagy befektetési bank előrejelzéseinek számtani átlaga.

III.7. táblázat Várható fogyasztói áremelkedés az euró régióban (változás az előző évhez képest)

	2001	2002
ECB poll*	2,7	1,9
Economist poll	2,6	1,7
IMF	2,7	1,7

* Az ECB által megkérdezett szakértők előrejelzése.

III.15. ábra A német iparcikkárindex éves változása

doltnál erőteljesebb és jobban elhúzódo lassulása hosszabb távon az olajárak csökkenése irányába mutat. Az olaj árelszólásának – a legyezőábra szerint – a szeptemberi terrorakciót követően nagyobb lett a szórása, azaz nőtt a piaci szereplők bizonytalansága (lásd III.13., 14. ábra).

Az idei második negyedévben az euró árfolyama a dollárhoz képest a 2000. végi 0,87-re esett vissza, a harmadik negyedévben viszont 0,89-re erősödött. A nagyobb külföldi befektetési bankok három, hat és tizenkét havi előrejelzései általában az euró további erősödését jósolják. Az árfolyam-erősödés mértékét az év során növelték. Különösen igaz ez az októberi előrejelzésre, amely már tükrözi az amerikai terrortámadást követő piaci hangulat változást (lásd III.6. táblázat).

Az euróövezetben az energiahordozók nélkül számított ipari termék árak inflációja a 2000 augusztusa óta tartó folyamatos növekedést követően 2001 nyári hónapjaiban 1,6%-on tetőzött. Ez arra utal, hogy kifulladásban van az 1999 és 2000 nagy részét jellemző energiaár-emelkedés és euró-leértékelődés inflációnövelő hatása. Az ipartermék-infláció tizenkét havi növekedési üteme azonban csak az év vége felé mérséklődik majd érezhetően.

Inflációs előrejelzésünkben a hazai iparcikkek szempontjából releváns importárnak a német iparcikk-inflációt tekintjük (lásd IV. fejezet). A német iparcikkek árváltozásának hosszú távú trendjéből egy éves horizonton tovább csökkenő 12 havi indexek, 2002 augusztusától pedig 0,5%-os éves infláció adódik (lásd III.7. táblázat, III.15. ábra).

4. A reguláció hatása és a rendkívüli tényezők

A fogyasztói kosárnak közel ötödét kitevő regulált körben alap-előrejelzésünk szerint – az ideinél mérsékeltebb, 6,4%-os áremelkedés várható 2002-ben.

A regulált energiaárak esetében átlagosan 9,2%-os áremeléssel számolunk. Ezen belül, a villamos energia esetében 6%-os januári áremelést tételezünk fel. A vezetékes gáz árának 2002. júliusi emelését alap-előrejelzésünkben 12%-osra tesszük, ettől való eltérésre nem számítunk.¹⁴

A gyógyszerárak előrejelzésénél figyelembe vettük az egészségügyi tárca és a gyógyszergyártó cégek közötti hároméves megállapodást. Ennek lényege, hogy ezen időszak alatt a gyártók a várt infláció 70%-ával emelhetik a támogatott gyógyszerek termelői árát (2002. júliustól 3–4%-kal). Számítunk arra is, hogy a nem támogatott körben nagyobb áremelés realizálódik.

A szolgáltatásoknál a központi kormányzati hatáskörbe tartozó tevékenységek árnövekedése az inflációs átlag körülire várható. Kivételt jelent a telefonszolgáltatás, ahol a szabályozási rendszerbe beépített termelékenységi tényező miatt ennél kisebb díjemelésre irányulhat a megállapodás.

A *jármű-üzemanyagok jövedéki adója* idén nem nő (a benziné 2000 óta 93 forint), jövőre a jövedéki törvényben meghatá-

¹⁴ Egy ennél magasabb gázáremelés – kis valószínűségű – bekövetkezése úgy hatna a fogyasztói árindexre, hogy például júliusban egy 10%-os *többlet*-áremelés a teljes fogyasztói árindex 2002. végi értékét 0,2 százalékponttal emelné meg.

rozott mértékre (103,5 forint +ÁFA) emelkedik, ami közel 6%-kal emeli az üzemanyagárakat. Inflációs prognózisunkban a szeptemberi átlagon rögzített olajárak (25,5 USD/barrel) szerepelnek, és ezzel a jövedéki adó 2002 júliusára datált, fenti mértékű emelése konzisztens. A világpiaci olajárak szeptember vége óta azonban 25 dollár alatt vannak, és ha ez a tendencia tartós marad, akkor elvileg – egy korábbi megállapodás értelmében – az adóemelésre előbb is sor kerülhetne, ezzel azonban nem számolunk.

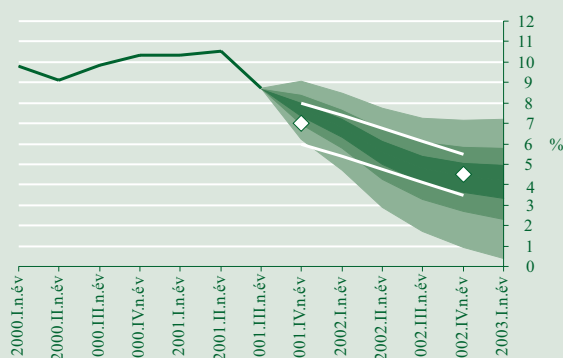
2003-ra nincsenek lefektetett kormányzati tervek a regulált árak emelkedéséről. Az energiaárak emelését a 2002-es várható mértékkel azonosan feltételeztük. A jövedéki adók átlagos emelése a 2002-esnél kisebbre becsülhető úgy, hogy az üzemanyagadó növekedés kisebb lesz, de a dohánytermékek adótartalmának növekedése gyorsul.

Az *agrárárak* alakulása általában a monetáris politikától független, átmeneti sokkaktól függ. A fogyasztói árindexben szereplő feldolgozatlan élelmiszerek inflációja emiatt igen volatilis, és nehezen jelezhető előre. A belföldi agrárárak növekedési üteme a harmadik negyedévben csökkent. A csökkenő irány várható volt az idei kedvező terméskilátások és az ársimítást elősegítő időleges ármegállapodások miatt, továbbá a bázishatások következtében. Az elmúlt egy évben ugyanis a belföldi fogyasztás szempontjából fontos mezőgazdasági alapanyagok árdrágulása nemzetközi összehasonlításban is magas volt, eredményeként a búza és sertéshús termelői árszintje az európai árak átlagos szintjét meghaladta. A harmadik negyedév fordulópontot jelentett és kisebb kilengésektől eltekintve a sertésárszint stagnált, a búza felvásárlási ára csökkent.

Az év hátralévő részében is számítunk a hatékonyabb, az ársimítás követelményének megfelelő szabályozásra. Az alap-előrejelzés a vágóállat termelői árszintjének stabilitását tartalmazza 2001 második felében és 2002 első felében. Az agrártermékek árakra vonatkozó feltételezések hordoznak bizonytalanságot: nem kizárt a valószínűsége a magasabb termelői árdrágulásnak, hiszen van esélye annak, hogy a húspiaci szereplők nem tartják be az önkorlátozó megállapodásukat. A takarmányköltségek csökkenésére utaló gabonaárak azonban mérséklék a húsárak növelését kiváltó törekvéseket.

IV. A fogyasztói árindex előrejelzése

IV.1. ábra Inflációs előrejelzés*
(éves növekedési ütem)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A legsötétebb sáv tartalmazza az alap-előrejelzést. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le; annak felső szélét meghaladó (illetve alsó szélét alulmúló) inflációnak 5%-5% az esélye. Az alap-előrejelzést (mint mediánt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15–15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági eloszlás becslése a múltbeli előrejelzési hibák alapján és a Monetáris Tanács bizonytalansági értékelésének figyelembevételével készült. A két fehér pont az inflációs célok értékét (7% és 4,5%); az egyenes vonalak a mellékletben rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják.

Alap-előrejelzésünk szerint az infláció idén decemberre 7,5%-ra, jövő év decemberre 4,3%-ra mérséklődik. Ez a szeptemberi átlagos szintjükön rögzített forint árfolyam (255,9 forint/euró), euró/dollár árfolyam (91 cent) és Brent-olajár (25,5 dollár/hordó) feltevések és a III. fejezetben ismertetett reálgazdasági előrejelzésre épül (lásd IV.1. ábra).

Az inflációs alap-előrejelzés bizonytalanságát a Monetáris Tanács értékelésének figyelembevételével határoztuk meg. Mindkét évben jelentős az inflációs cél felső +1%-os toleranciahatárát is meghaladó infláció kialakulásának a valószínűsége. 2001 végén, bár némileg csökkent augusztusi előrejelzésünkhöz képest, meghatározó maradt a felfelé mutató bizonytalanság. 2002-t illetően az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság azonban közel szimmetrikus: hasonló valószínűséggel alakulhat ki a célsáv felső szélé fölötti, mint az alsó szélé alatti infláció. A 2002-ben szimmetrikus bizonytalansági eloszlás ellentétes folyamatok eredményeként alakul ki: a fiskális politikában és a versenyszféra bérképzésében rejlő magasabb infláció irányába mutató bizonytalanságot ellensúlyozza a külső konjunktúra és a világpiaci olajárak alakulásának deflációs irányú bizonytalansága.

A 2002 végére vonatkozó fogyasztói árindex alap-előrejelzése az augusztusihoz képest gyakorlatilag nem változott. Ennek hátterében azonban két különböző folyamat egymást semlegesítő hatása áll. Az augusztusi előrejelzésben feltételezett tartós 247,1 forint/euró árfolyamnál gyengébb, megfigyelt árfolyamszint ugyanis 0,6–0,9 százalékponttal magasabb 2002. végi előrejelzéshez vezetett volna, ha más tényezők nem hatnak a defláció irányába. Ezek közé tartozik a külső kereslet lassulása, a belső kereslet előrejelzésünk lefelé való módosítása, az euró erősödése és a világpiaci olajárszint csökkenése. Így az iparcikk-árindex előrejelzésünk emelkedését ellensúlyozta a piaci szolgáltatások árindexének mérséklődése (lásd IV.1. táblázat).

IV.1. táblázat A fogyasztói árindex alap-előrejelzése (előző év azonos időszaka = 100)

	súly	2001					2002					2003
		Tény					Előrejelzés					
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	dec.	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	dec.	I. n. év
Élelmiszerek	19,0	16,6	19,5	13,3	12,7	12,2	10,7	8,0	5,5	5,2	5,0	4,9
feldolgozatlan	(5,3)	17,8	20,9	7,6	10,5	10,7	9,3	5,6	2,8	4,2	4,4	4,0
feldolgozott	(13,7)	16,2	19,0	15,8	13,5	12,7	11,2	8,9	6,6	5,6	5,3	5,2
Iparcikk	26,8	5,0	5,2	4,7	4,0	3,7	2,7	1,8	0,3	-0,4	-0,4	-0,3
Piaci szolgáltatások	20,4	13,3	11,9	10,8	9,9	9,6	8,8	8,3	7,1	6,1	6,0	5,8
Piaci energia	1,3	32,4	22,8	14,0	-0,7	-4,2	-5,2	-3,1	-2,8	-1,3	-0,0	1,0
Benzin	5,0	5,3	3,3	-4,8	-6,9	-5,1	-0,9	-4,3	6,6	6,5	6,5	7,7
Alkohol, dohány	9,1	11,3	11,7	11,2	10,6	10,6	10,5	8,7	8,3	7,9	7,9	8,0
Regulált árak	18,5	7,6	8,0	9,5	8,7	8,8	7,8	7,4	6,4	6,5	6,4	5,9
Fogyasztói árindex	100,0	10,3	10,5	8,7	7,7	7,5	6,8	5,6	4,8	4,4	4,3	4,2
Éves átlagos árindex				9,3					5,4			

* Az alap-előrejelzés körüli bizonytalansági intervallumot a IV.1. ábra jeleníti meg

1. Az alap-előrejelzés feltevései

Előrejelzésünk feltevései több ponton is különböznek az augusztusitól (lásd IV.2. táblázat). Módosult mind a tényidőszakon, mind az előrejelzési horizonton feltételezett forint/euró árfolyamszint. A május–augusztusi időszakban a megfigyelt átlagos árfolyam helyett az árfolyam ún. permanens komponensére adott becslésünket használtuk. (Lásd: Aktuális kérdések 2. pont.) Az inflációs előrejelzés alapjául szolgáló árfolyam-begyűrés mechanizmusa egy teljes mértékben tartósnak tekintett

IV.2. táblázat Az inflációs alap-előrejelzés feltételei

Feltevés	Hol játszik szerepet?	Augusztusi előrejelzésben szereplő értéke		Az aktuális előrejelzésben szereplő értéke	
		2001	2002	2001	2002
Forintárfolyam	Iparcikkék, benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	247,1		255,9	
Brent-olajár (dollár)	Benzin, piaci energia	27,7		25,5	
Euró/dollár árfolyam (cent)	Benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	85,4		91,0	
Importált iparcikk-infláció	Iparcikkék	0,5	0,5	0,5	0,5
Feldolgozóipari termelékenység változása*	Piaci szolgáltatások	6,3	6,6	6,3	6,6
Bérmővekedés**	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások	14,0	10,0	13,2	9,2
Fogyasztás növekedése***	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások	5,2	4,6	4,8	4,3

* Hosszú távú trend termelékenység pályája, ami eltér a reál gazdasági előrejelzésben használt konjunkturális termelékenység pályától.

** Versenyszféra bruttó keresetösszeg változása.

*** Lakossági vásárolt fogyasztás.

árfolyamváltozás belföldi árszintre gyakorolt hatását írja le. *Előrejelzés készítésekor tehát a mindenkor árfolyam-alakulás tartósnak tekintett komponensét célszerű figyelembe vennünk.* Mivel erről közvetlen megfigyeléssel nem rendelkezünk, szimulációkat végeztünk a megfigyelt iparcikk-árindex és a feltett árfolyam-begyűrés (50% egy év alatt) felhasználásával. Ennek alapján a május–augusztusi időszakra 253,5 forint/euró permanens árfolyamszint feltételezése tűnik indokoltnak. Előrejelzési horizontunkon, a 2001. október – 2003. március időszakra, a legutóbbi alkalommal felállított „szabály” szerint, a legutolsó lezárt naptári hónap, azaz jelenleg 2001. szeptember átlagos árfolyam szintjét (255,9) vesszük alapul (lásd IV.2. ábra).

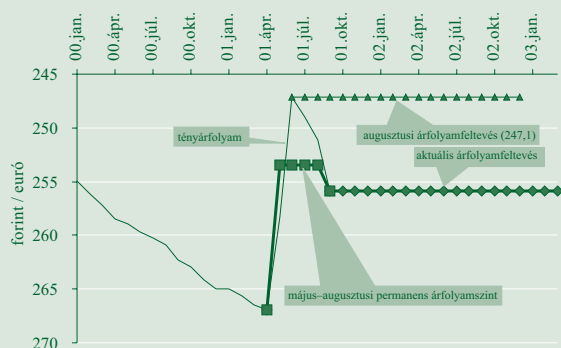
A permanens árfolyamszint feltételezése mellett használható maradt korábbi árfolyam-begyűrés feltevéseink (lásd IV.3. ábra). Ez az iparcikk-kör árszintjére 1% tartós árfolyamváltozás hatásának időbeli lefutását adja meg, Magyarországhoz hasonló külföldi országok adataiból kiindulva (lásd a 2001. augusztusi jelentés 38. oldalát).

Előrejelzési szabályunknak megfelelően, a tényadatok alakulását követve változtattunk egyes exogén tényezők pályáján is. A világpiacon olajárak szeptember hónapban jelentősen csökkentek, így a figyelembe vett szeptemberi átlagos ár magasabb az elmúlt hetekre jellemzőnél. A hazai benzinárképzés szempontjából releváns mediterrán benzinár feltevéseink szerint a világpiacon olajárakkal párhuzamosan változik; nem számolunk a 2001. közepi, egyszeri elszakadás megismétlődésével.

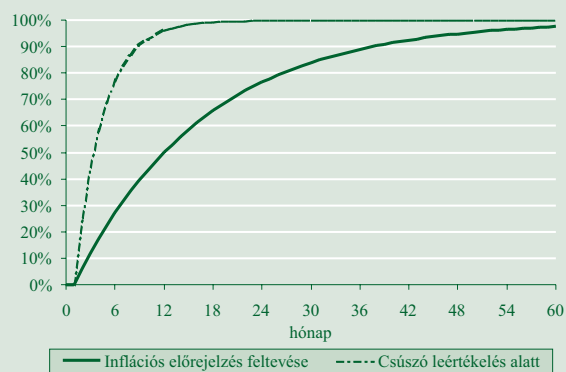
Az euró is erősödött szeptember hónapban. A havi átlagos 91 centes árfolyam ennek megfelelően erősebb az augusztusi inflációs előrejelzésben használt feltevésnél.

Az importált infláció iparcikk-komponensét illetően nem módosítottuk korábbi feltevéseinkön: a III.3 fejezetben írottaknak

IV.2. ábra A megfigyelt árfolyamalakulás és az árfolyamfeltevések (havi átlagadatok)



IV.3. ábra Árfolyam-begyűrés az iparcikk-körben a szűk és a széles sávú rendszerben*



* Az ábra azt mutatja, hogy 1% nominális árfolyamváltozás által kiváltott árszintváltozás hogyan megy végbe időben az iparcikk-körben. „Csúszó leértékelés” pályája: a szűk sávú rendszerre becsült árfolyam-begyűrés paraméter.

megfelelően továbbra is a német iparcikk-infláció hosszú távú trendjét vesszük alapul (egyenletes 0,5%-os éves növekedési ütem).

Az inflációs előrejelzés exogén tényezői között vannak a makrogazdasági előrejelzés részeként prognosztizált változók is. A feldolgozott élelmiszerek és egyes szolgáltatások árindexének előrejelzéséhez felhasznált *béralakulás*-előrejelzésünket a III. fejezetben ismertettük. Bár nemzetgazdasági szinten nem sokban változott bértömeg-előrejelzésünk, ezen belül a versenyszféra bérnövekedési ütemének előrejelzését az augusztusnál alacsonyabbra módosítottuk. A *belföldi keresletre* (fogyasztásra) vonatkozó előrejelzésünk is módosult, a III. fejezetben leírtaknak megfelelően 2001–2002-ben is egy alacsonyabb növekedési ütem irányába.

2. Az alap-előrejelzés részletei

Előrejelzésünk szerint a fogyasztói kosár negyedét képviselő *iparcikkek* árindexe 2001 első negyedévéhez képest 2002 végére több mint 5 százalékpontot mérséklődik, szinte teljes mértékben az árfolyam-erősödés hatására. Augusztusi előrejelzésünkhöz képest számottevően emelkedik ugyanakkor a prognosztizált iparcikk-infláció, ami a május–szeptember időszak gyengébb és ingadozó árfolyamszintjének tulajdonítható. Az augusztusi feltételezésünk alapján, azaz júniustól érvényesülő 247,1 forintos árfolyam mellett 1,6 százalékponttal alacsonyabb lett volna a 2002. végi iparcikk-inflációra adott előrejelzésünk (egyebekben a jelenlegi előrejelzés feltevéseit és módszereit használva).

A *piaci szolgáltatások* inflációját korábbi előrejelzésünkhöz képest lefelé módosítottuk. A bérek, illetve a belföldi kereslet növekedésére adott előrejelzésünk csökkenése, valamint az alacsonyabb olajárszint az *iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációs különbségének 1 százalékpontot is meghaladó szűkülését eredményezi 2002 végére korábbi előrejelzésünkhöz képest.*

Az *élelmiszerárak* esetében óvatosan jártunk el: a 2001 harmadik negyedévére vonatkozó feldolgozatlan élelmiszer-előrejelzésünk és a tényadat közötti jelentős eltérést csak részlegesen vettük figyelembe, összességében élelmiszerár inflációs előrejelzésünket nem nagyon változtattuk. Ennek a döntésnek az áll a háttérben, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása igen volatilis, monetáris politikai szempontból exogén, átmeneti sokkok alakítják. Inflációs előrejelzésünket ezért igyekszünk az ilyen sokkokkal szemben robusztussá tenni.

A fogyasztói kosár többi csoportját tekintve az augusztuséhoz képest alap-előrejelzésünk gyakorlatilag nem változott. Éves horizonton a *jármű-üzemanyagok* (benzin) előrejelzését a gyengébb árfolyamfeltevés emelte, amit az alacsonyabb olajár, illetve erősebb eurófeltevés nem kompenzált. Az előrejelzési horizont végén viszont megszűnnek ezek a hatások, mivel a *jármű-üzemanyagok* árát befolyásoló mindhárom tényezőt változatlan szinten rögzítettük.

3. Az alap-előrejelzés bizonytalansága

A Monetáris Tanács szeptember 24-i ülésén kijelölte az aktuális inflációs előrejelzés főbb bizonytalansági tényezőit, majd az október 24-i ülésen e bizonytalansági tényezők várható eloszlására vonatkozó nézeteit is meghatározta.¹ Ezek alapján készítettük el az inflációs előrejelzés *legyezőábráját*. Első lépésben kiszámítottuk, hogy az egyes bizonytalansági tényezőknek az alap-előrejelzésben feltételezett pályájuktól való egységnyi eltéréseinek (sokkjainak) mekkora hatása van a fogyasztói árindex-előrejelzésünkre. Majd a különböző sokkok hatását a Monetáris Tanács által megadott eloszlásoknak megfelelően összesúlyoztuk.

A *IV.3. táblázatban* foglaltuk össze a bizonytalansági tényezők inflációs előrejelzésre gyakorolt hatását. A következő sokkokat vizsgáltuk:

- a feltételezett permanens árfolyamhoz képest 10%-kal le-/felértékeltebb *forintárfolyam*,
- lassabb árfolyam-begyűrűzés,
- ragadósabb inflációs várakozások: 3 százalékponttal magasabb versenyszférabeli bérnövekedés,
- fokozott fiskális expanzió: negyedévente 25 milliárd forinttal megemelkedne a lakosság rendelkezésre álló jövedelme.
- 1%-os külső keresletváltozás,
- az előrejelzésben feltételezettnél tartósan 10%-kal magasabb olajár 2002 januárjától,
- az előrejelzésben feltételezettnél tartósan 10%-kal gyengébb euró 2002 januárjától,
- regulált árak eltérő alakulása: 2002. júliusi pótlólagos 10%-os gázáremelés hatása.

A Monetáris Tanács az *alap-előrejelzés* feltételezései tekintetében elfogadta a Közgazdasági Főosztály által javasolt értékeket, amelyeket a *IV.2. táblázat* tartalmaz. A kockázatok eloszlása tekintetében két tényezőben lát az alap-előrejelzéshez képest magasabb infláció felé mutató bizonytalanságot. Az inflációs célkitűzéses rendszer kezdeti fázisában számottevő esélye van annak, hogy a versenyszféra szereplői magasabb inflációs pályához képezik a béreket. Bár a Monetáris Tanács megítélése szerint a jelenlegi előrejelzéstől jelentősen eltérő fiskális pozíció kialakulása kicsi, a fiskális politika is (a kormányzati bérek és transzferrek) egy magasabb jövő évi infláció irányába mozdíthatja el az előrejelzésünket. Ugyanakkor két tényezőben erőteljes dezinflációs irányú bizonytalanságot állapított meg. Az alacsonyabb világgazdasági növekedés, az európai lassulás elhúzódása, alacsonyabb hazai inflációt eredményezhet. Ezzel összefüggésben, az alap-előrejelzésben szereplő konstans világpiaci olajárhoz képest, nagy a valószínűsége egy alacsonyabb árszint kialakulásának.

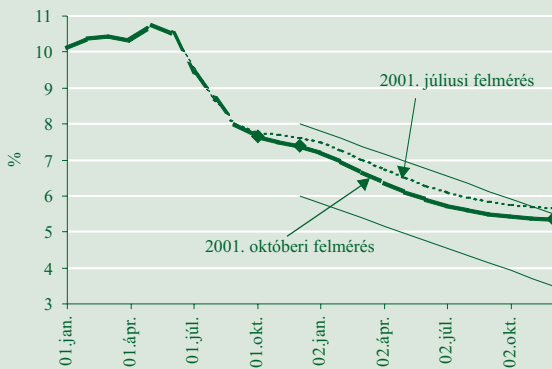
Ezen tényezők eredőjeként az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság 2002 végén közel szimmetrikus: hasonló valószínűséggel alakulhat a felső célsáv fölötti, mint az alsó határ alatti infláció (27%, illetve 33%).

¹ Ez az inflációs előrejelzés készítésének első fázisa, lásd *Aktuális kérdések*, 3. pont.

IV.3. táblázat Az egyes bizonytalansági tényezők egységnyi hatása inflációs előrejelzésünkre (az éves fogyasztói árindex változása százalékpontban)

	2001. IV. negyedév	2002. IV. negyedév	2003. I. negyedév
A) A Forint/euró árfolyam tartós változása			
A forint 10%-os tartós leértékelődése	0,7	1,9	1,7
B) Árfolyambegyűrűzés erősségének változása			
Évi 33%-os	0,05	0,4	0,4
Évi 67%-os	-0,06	-0,5	-0,35
C) Dezinflációs politika hitelességének változása			
3%-kal magasabb nominálbérek	0-0,2	0,1-0,4	0,1-0,4
D) Fiskális hatás változása			
100 milliárd Ft-tal nagyobb béres transzferkiadás	-	0-0,2	0-0,2
E) Külső kereslet változása			
1%-kal magasabb importkereslet	0-0,05	0,1-0,2	0,1-0,2
F) Olajár-változás			
10%-kal magasabb olajárak	0,0	0,4	0,1
G) Euró/dollár árfolyam változása			
10%-kal leértékelt euró	0,0	0,4	0,1
H) Regulált árak (vezetékes gázár) változása			
2000. júliusban 10%-os pótlólagos ár-emelés	-	0,2	0,2

IV.4. ábra Reuters felméréséből számított inflációs várakozás pályák
(szélső értékek elhagyásával számolt átlagok alapján³)



Megjegyzés: a várt inflációs pályát az éves átlagos, az év végi, és a következő hónapra vonatkozó várakozásokból számítottuk, a várakozások átlagaira a lehető legsimábban illeszkedő görbét választva.

IV.4. táblázat Piaci elemzők és kutatóintézetek előrejelzése a 2002. decemberben várható inflációra

	Az előrejelzés közzétételének időpontja					
	június	július	augusztus	szeptember	október	november
MNB	–	–	4,2	–	–	4,3
Átlag *	5,5	5,7	5,5	5,4	5,4	–
– Piaci elemzők átlaga*	5,5	5,6	5,4	5,2	5,2	–
– Kutatóintézetek átlaga*	6,3	6,5	6,3	6,2	5,9	–

* Reuters-felmérés alapján, a teljes felmérésből a szélső értékek elhagyásával számított átlag, lásd 3. lábjegyzet.

4. Inflációs várakozások

A Reuters által megkérdezett elemzők októberben az MNB előrejelzésével közel megegyező inflációt vártak 2001 végére. A 2002-re vonatkozó inflációs várakozások továbbra is magasabbak az MNB-prognózisánál, a különbség azonban a júliusi helyzethez képest jelentős mértékben csökkent: mind a piaci elemzők, mind a kutatóintézetek inflációs várakozásai közelebb kerültek a jegybanki előrejelzéshez.² A Reuters októberi felmérésében szereplő inflációs várakozások a szélső értékek elhagyásával számított átlaga 5,4%, ami 1,1 százalékponttal haladja meg az MNB-prognózisát (lásd IV.4. ábra; IV.4. táblázat).

4.1 Az eltérések lehetséges okai

Tekintve, hogy az MNB az infláció csökkentését elsősorban a forint árfolyamának megfelelő alakításával kívánja elérni, érdemes az elemzők árfolyam- és inflációs előrejelzéseit együtt vizsgálni. A 2001 és 2002 decemberére vonatkozó árfolyam-várakozások jelentős szóródást mutatnak, és átlagosan erősebbek, mint amire az MNB előrejelzését alapozta (az átlag 2002-re 248, 2001 végére 252 forint/euró, szemben az MNB konstans 255,9 forint/euró árfolyam-feltevésével). A várt árfolyamok előrejelzőnkénti eltérései pedig nem korrelálnak az inflációs várakozások szóródásával. Az árfolyam-várakozások különbözősége tehát nem magyarázza sem az MNB és az előrejelzők, sem az előrejelzők közötti prognózisok különbségét.

Mindezen tények arra engednek következtetni, hogy vagy jelentős különbségek vannak az árfolyam-begyűrés várt erősségét és dinamikáját tekintve (elemzők között, valamint az elemzők és az MNB között), vagy az árfolyam hatása az elemzők várakozásai szerint eltérő, más, az inflációt befolyásoló tényezők mellett.

² A különböző elemzői csoportok inflációs várakozásainak vizsgálatáról az MNB *Háttér tanulmányok* c. új sorozatban rövidesen megjelenik tanulmányunk.

³ A legmagasabb és a legalacsonyabb értékek nélkül számított (ún. trimmelt) átlagok nem térnek el jelentősen a Reuters által közölt teljes mintás középértékektől, ugyanakkor részben közömbösítik az esetleges adathibákat, valamint a minta változó összetételéből származó, zajnak minősíthető mozgásokat.

1. A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben

A Monetáris Tanács kérésére vizsgálatot végeztünk a 2001–2002. évi költségvetési politika makrogazdasági hatásairól.

A 2001–2002. évi költségvetések legfontosabb jellemzője azok keresletélénkítő jellege. A közvetlen fiskális keresletbővítés mértéke – mely az elsődleges egyenleg változásán keresztül ragadható meg – 2001-ben várhatóan a GDP 2,5%-át, 2002-ben pedig 0,5%-át éri el. (lásd a III./1.3-as fejezetet) A két évben azonban a fiskális politika meglehetősen *eltérő szerkezetben* gyakorol hatást a nemzetgazdaságra. Míg 2001-ben a keresletbővítés *beruházásokon, illetve áru- és szolgáltatásvásárláson* keresztül valósul meg elsősorban, addig 2002-ben azt főleg a *bérek* okozzák (lásd 1. táblázat). Mint azt az alábbiakban bemutatjuk a költségvetés kiadási, illetve bevételi szerkezetváltozásának fontos információtartalma van a fiskális politika hatásának megítélésében. Írásunkban arra keressük a választ, hogy az állam *diszkrecionális intézkedései* 2001–2002 folyamán mennyiben módosítják a GDP, az inflációs, illetve a külső egyensúlyi pályát.

Az államháztartás egyenlegének változása hatást gyakorol a makrogazdasági volumen- és árfolyamatokra, így a GDP-re és a külső egyensúly alakulására is. A hatás mértéke a tapasztalatok és az elmélet szerint egyaránt erősen függ attól, hogy a kereslet bővítése milyen *bevételi és kiadási szerkezetben* valósul meg, illetve hogy a kiinduló évben a gazdaság milyen *külső és belső egyensúlyi helyzetben* áll.¹

Az államháztartás szerkezetének hatása szempontjából fontos megfigyelésünk, hogy míg az áru- és szolgáltatásvásárlás, illetve a beruházások közvetlenül jelentkeznek a GDP-ben keresletként, addig a többletbér a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét befolyásolja. Ez utóbbi pedig csak abban az esetben jelentkezne közvetlenül, teljes mértékben keresletként, ha a többletjövedelmet a lakosság teljes egészében elköltené. Mivel azonban a lakosság *nem likviditáskorlátos* része a fogyasztását simítja, a megnövekedett bérjövedelem csak fokozatosan jelenik meg fogyasztásban.

Az elméletileg lehetséges szerkezeti hatások, összefüggések közül a lényegesebbeket a világszerte használt NIGEM makro-

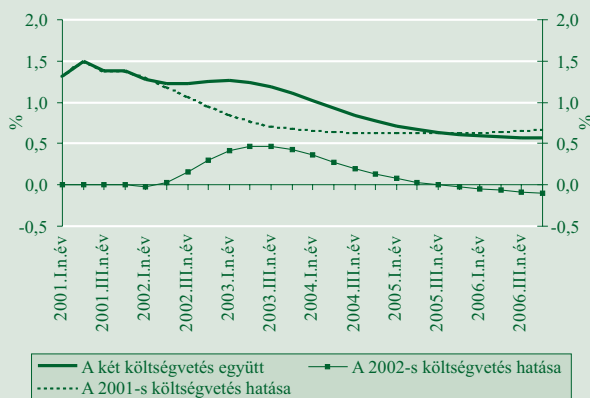
1. táblázat Az államháztartás egyenlegének alakulása (változás az előző évhez képest a GDP százalékában)

	2001	2002	2001–2002	2001	2002	2001–2002
	Alapváltozat			Várható		
Bérek, transferek	-0,2*	-0,2*	-0,4*	0,2	0,8	1,0
Beruházás	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,1	1,2
Áru- és szolgáltatásvásárlás	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,4	0,2
Kiadás összesen	-0,2	-0,2	-0,4	2,2	0,3	2,5
Lakossági jövedelemadók	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2
Vállalati jövedelemadók	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Egyéb adók	-0,2**	-0,2**	-0,4**	-0,8	-0,1	-0,9
Bevétel összesen	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2	-0,7
Egyenleg (orosz törlesztés nélkül)	0,0	0,0	0,0	-2,7	-0,5	-3,2
Orosz törlesztés hatása	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Egyenleg összesen	0,0	0,0	0,0	-2,5	-0,5	-3,0

* Automatikus megtakarítás a nyugdíjknál a svájci indexálás alapján.
** Automatikus kiesés a vámoknál és az importhoz kötődő adóknál.

¹ Lásd erről P. Kiss Gábor: *Az államháztartás szerepe Magyarországon*, MNB füzetek 1998/4.

1. ábra A 2001–2002. évi költségvetés hatása a GDP-re
(százalékos eltérés a semleges esethez képest,
GDP reálszintek)³



2. táblázat Az államháztartás hatása a főbb makrogazdasági változók szintjére⁵
(százalékos eltérés a semleges költségvetés esetéhez képest a GDP százalékában)

	Háztartások fogyasztása (1)	Kormányzati fogyasztás (2)	Magán-beruházás (3)	Kormányzati beruházás (4)	Export (5)
2001	0,1	0,6	0,1	1,3	0,0
2002	0,8	0,2	0,2	1,3	-0,1
	Import**** (6)	GDP (1)–(6)	Infláció*	Folyó fizetési mérleg**	Államháztartás elsődleges egyenlege*****
2001	-0,8	1,4	0,3	-1,1	-2,7
2002	-1,2	1,2	0,5	-1,8	-3,2

* Éves átlag.
** Százalékpontos eltérés.
*** Az orosz adósságtörlesztés hatása nélkül.
**** A negatív előjel az import esetében növekedést jelent.

gazdasági modell segítségével próbáltuk megragadni.² Elemzéseinknél azt *feltételeztük, hogy 2000-ben a nemzetgazdaság és az államháztartás konjunkturális szempontból egyensúlyban volt.* A 2001–2002-es költségvetés hatását tehát egy olyan alapesetbe viszonyítottuk, amikor az államháztartás egyenlege a GDP százalékában a 2000-es szinten marad. Ugyanakkor, hogy reális képünk legyen a fiskális hatásról, az alapesetbe rendeltük azokat az egyenleg szempontjából *semleges szerkezeti elmozdulásokat*, amelyek előre meghatározottnak tekinthetők rövid távon. Eredményeinket az így kapott alapesetbe viszonyítjuk, s így képet kaphatunk arról, hogy a *fiskális politika változása* hogyan befolyásolja a GDP-t, árakat, illetve a külső egyensúlyt.

Eredményeink szerint a 2001-es 2,5 százalékpontos elsődleges egyenlegromlás *közel fele arányban* jelenik meg a GDP-ben, a pótlólagos kereslet jelentős része a *külső egyensúlyhiányt növeli*. A 2002. évi költségvetés ad némi pótlólagos stimulust, ennek nagyságrendje azonban már az *előző évi alatt* marad (lásd 1. ábra).

Számításaink azt mutatják, hogy az államháztartási egyenlegromlás a GDP-t 1,4%-kal növeli 2001-ben, s ugyanebben az évben az árakra viszonylag enyhe hatást tudunk kimutatni, (0,3 százalékpont⁴). Az előbbiekből következik, hogy a többlet-kereslet jelentős része a *folyó fizetési mérlegben* csapódik le. A GDP arányos folyó fizetési mérleg hiánya 1,1 százalékponttal emelkedik ebben az évben. 2002-re a GDP-re vonatkoztatott hatás 1,2%-ot tesz ki, s a folyó fizetési mérleg hiánya pedig 1,8%-kal magasabb annál, mintha az állam tartotta volna 2001–2002-ben a semleges pozícióját. Az inflációra vonatkoztatott hatás ebben az évben az előző évinél magasabb 0,5 százalékpont (lásd 2. táblázat).

² Lásd Jakab–Kovács: *Magyarország a NIGEM modellben*, MNB Füzetek, előkészületben.

³ Az ábrán látható, hogy számításaink szerint a költségvetési expanzió hosszabb távon is megemeli némileg a GDP-t. Ez annak köszönhető, hogy a modellben a kormányzati beruházások bővítik a gazdaság termelési kapacitását. Az empirikus kutatások szerint ez a hosszú távú hatás nem mutatható ki egyértelműen. Az elemzésben a rövid távú lefutással foglalkozunk, a hosszabb távú hatások csak illusztrációképpen szerepelnek.

⁴ Annak ellenére, hogy a becslés hatása viszonylag alacsony, nagyobb, mint az inflációs előrejelző rendszerünkben használt fiskális koefficiens, amellyel kb. 0,1 százalékpontos inflációemelés adódik 2001-re. Az eltérés oka több tényezővel magyarázható: (1) Egyrészt az inflációs előrejelző rendszerünk egy többszektoros megközelítésen alapul, míg a NIGEM modell egyszektoros. (2) A NIGEM modell tovagyűrűző hatásokat is képes figyelembe venni, mivel egy szimultán rendszer, míg az alaprendszerünk részleges modellek összekapcsolásából áll. (3) A modell alkalmazása során eltekintettünk a keresleti hatás éven belüli dinamikájától, azt feltételeztük, hogy a teljes hatás már az első negyedévtől folyamatosan érvényesül.

⁵ Mivel elemzésünket a változók szintjére végeztük el, 2002-ben a változókban kumulált hatás jelentkezik. A kumulálás azonban speciális abban az értelemben, hogy nem 2000-hez viszonyított kumulált változásról beszélünk, hanem a 2002. évi semleges költségvetéshez képest számított változást vizsgálunk, amelyben ugyanakkor beletartozik a 2001-ben bekövetkezett expanzió hatása is. A problémafelvetésből adódóan a 2002. évi semleges költségvetés megegyezik a 2000-es költségvetéssel a GDP arányában, a többi változó esetében azonban a 2002-es semleges értékek nem egyeznek meg a 2000-es értékekkel.

2. A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése

Az alábbiakban arra a kérdésre keressük a választ, hogy az árfolyamrendszer megváltozása óta eltelt öt hónap adatai mennyiben befolyásolják az iparcikkek árfolyam-begyűrűzési paramétereire vonatkozó ismereteinket. Mint ismeretes, mind az augusztusi, mind a mostani inflációs előrejelzést úgy készítettük el, hogy (adatok hiányában) a nemzetközi tapasztalatokat – a Görög- és Csehországra adott becslések átlagát – vettük alapul. Eszerint az árfolyam-begyűrűzés 1 év alatt 50%, 2 év alatt 75% volt.

Az iparcikkek inflációja a megfigyelt időszakban valamelyest magasabb volt, mint amely az előrejelzésből adódott volna. Ennek két fő oka lehet, (1) a feltételezett árfolyam-begyűrűzésnél lassabb a tényleges, vagy (2) a piaci szereplők árazási döntéseikben más árfolyamszinttel számoltak, mint amit mi feltételeztünk. Az első kérdésre a jelenleg rendelkezésre álló öt adatból nem tudunk választ adni, hiszen korrekt statisztikai becslést ilyen rövid időszorral nem lehet végrehajtani. Következésképpen azt az eljárást követtük, hogy becslést adtunk arra vonatkozóan, hogy mennyi lett volna az a forint/euró árfolyamszint, amely ha május óta permanensen megvalósult volna, akkor a feltételezett árfolyam-begyűrűzési paraméterrel a legkisebb eltérés adódott volna a tény- és az előrejelzett iparcikk-infláció között.

Kétfajta számítást is elvégeztünk, attól függően, hogy mekkora az iparcikk-infláció inerciális komponense. *Eredményeink szerint a május-szeptemberi időszakban az iparcikk-infláció előrejelzése a tényszámokkal és a feltételezett árfolyam-begyűrűzéssel egy tartósan (ingadozások nélkül) 251–256 forint/euró közötti árfolyam mellett lett volna konzisztens.* Az előrejelzésünk során tehát akkor járunk el prudensen, ha ezen becslésünk középértékének (253,5) megfelelő árfolyamszintet állítunk be a május–szeptemberi időszakra. Ez a permanens komponens tehát leértékeltebb, mint az augusztusi inflációs előrejelzésben szereplő 247,1 forint/euró árfolyam.

3. A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány készítésének menete

A 2001. novemberi *jelentés* a második teljes előrejelzési forduló eredményeit tartalmazza az inflációs célkitűzés rendszerének meghirdetése óta. A reálgazdasági és inflációs előrejelzések, illetve a kiadvány készítésének a folyamata még kialakítás alatt van. Az alábbiakban a jelentés készítésének eddig alkalmazott folyamatát ismertetjük.

A jegybanki előrejelzések készítésének egyik fő jellemzője a döntéshozók, azaz a Monetáris Tanács explicit bevonása a folyamatba. Ezt az előrejelzéseket készítő Közgazdasági főosztály és a Monetáris Tanács közti megbeszélés-sorozat révén valósítjuk meg, amely három Monetáris Tanács ülést foglal magában. Előrejelzéseink másik fontos jellegzetessége, hogy azok nem csak egy pontbecslést tartalmaznak – azaz alap-előrejelzést –, hanem az azt övező bizonytalanság kiszámítását és értékelését is jelentik.

Végül, minden előrejelzés az előrejelzési horizont egészére rögzített forint/euró árfolyamszint alapján készül, azaz a döntéshozókat arról tájékoztatja, hogyan alakulna az infláció, ha nem változnának a monetáris kondíciók.

A jelentés készítésének egyes fázisainak, majd publikálásának időpontját az előrejelzésekhez nélkülözhetetlen statisztikai adatok közzétételének rendje határozza meg. Ezek közül az adott negyedévet záró fogyasztói árindexadat KSH általi közzé tétele a legfontosabb (általában erre a tárgyhónapot követő hónap közepén kerül sor). Az egyes fázisokhoz szükséges idő ismeretében hirdetjük meg előre a jelentés internetes publikációjának a napját.

A jelentés készítésének első fázisa az aktuális előrejelzés alapfeltevéseinek, illetve főbb bizonytalansági tényezőinek azonosítása. Erre a jelentés publikálását mintegy másfél hónappal megelőző Monetáris Tanács ülésen kerül sor. Ezen a Közgazdasági főosztály és a Monetáris Tanács még a konkrét, számszerű előrejelzések elkészítése előtt rögzíti a centrális pálya feltevéseit, illetve azon bizonytalansági tényezőket (sokkok) körét, melyek előrejelzésre gyakorolt hatásáról a későbbiekben a Monetáris Tanács a Közgazdasági főosztálytól értékelést vár.

A számszerű inflációs előrejelzés első verzióját az adott negyedévet záró konjunkturális és fogyasztói árindexadatok ismeretében készítjük el. Az előrejelzések a Közgazdasági főosztályon alkalmazott gazdasági modellek és módszerek segítségével és a Monetáris Tanács által meghatározott feltevések és bizonytalansági tényezők alapján készülnek el. Az első verzióban ugyanakkor az egyeztetett halmazban szereplő feltevések és bizonytalanság eloszlásának számszerű értékelését a Közgazdasági főosztály végzi el, azaz a jelentés első verziója a Közgazdasági főosztály alap-előrejelzését és bizonytalanság-értékelését tükrözi.

Ezt a jelentéstervezetet a Monetáris Tanács a végső verzió publikálása előtt három héttel tárgyalja. A Monetáris Tanács ezen az ülésén áttekinti, milyen számszerű feltevések alapján készült az előrejelzések alappályája és hogyan értékelte a Közgazdasági főosztály az azt övező bizonytalanság várható alakulását. A Monetáris Tanács tagjainak egy kérdőív segítségével mind az alapfeltevések, mind a bizonytalansági eloszlások tekintetében alkalmuk nyílik változtatásokat javasolni oly módon, hogy az előrejelzés végső soron a Monetáris Tanács szubjektív jövőképét és bizonytalanság-észlelését tükrözze. Ez azért fontos, mert a monetáris politikai döntéseket a Monetáris Tanács hozza meg, ami csak az ő jövőképét tükröző előrejelzéssel konzisztens.

A Közgazdasági főosztály az előrejelzések újabb verzióját a Monetáris Tanács ekkor kialakított konszenzusos véleménye alapján készíti el. Természetesen előrejelzéseinket az időközben beérkezett statisztikai adatoknak és gazdaságpolitikai lépéseknek megfelelően folyamatosan frissítjük.

A döntéshozók jövőképét és bizonytalanság-észlelését tükröző és legfrissebb információkat is tartalmazó előrejelzést a Monetáris Tanács a publikáció előtt egy héttel tekinti át. Az inflációs előrejelzés végső verziójának ismeretében Monetáris Tanács dönt a szükséges monetáris politikai lépésekről. Egyúttal megadja az előrejelzés „üzenetét”, azaz az előrejelzés monetáris politikai értékelését, amely a jelentés publikált verziójának első (számozatlan) fejezetét képezi.

Az előrejelzések készítésének folyamata

Munkafázis neve	A Monetáris Tanács ülés tárgya	Időzítése *
„Sokk-lista” készítése	Az alap-előrejelzés feltevéseinek és a bizonytalansági tényezők körének meghatározása	- 7 hét
A fogyasztói árindex negyedévet záró adatának beérkezése		-5 hét
Előrejelzés első verziójának tárgyalása	Az előrejelzés döntéshozók általi vitája, a Monetáris Tanács szubjektív sokk érzékelésének kialakítása.	-3 hét
Előrejelzés végső tárgyalása	Az előrejelzés végső változatának elfogadása; döntés a monetáris kondíciókról.	-1 hét
Elektronikus közzététel		0

* Az internetes közzététel időpontjához képest.



A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette
a Műszaki-Ellátási Főosztály kiadványi csoportja.