

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2002.
november

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya
Vezető: Hamecz István, ügyvezető igazgató
Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Antalfy Krisztina
1850. Budapest, Szabadság tér 8-9.
www.mnb.hu

ISSN 1419-2926

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

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

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



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	6
ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA	9
I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	10
<i>I. 1 A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk</i>	10
I. 1. 1 A 2002. harmadik negyedévi adatok értékelése	10
I. 1. 2 Az augusztusi előrejelzés és a tények összevetése	11
I. 1. 3 Az augusztusi előrejelzés során használt feltevések értékelése	11
I. 1. 4 Az előrejelzés és a tények eltérésének okai	12
<i>I. 2 A fogyasztói árindex előrejelzése</i>	13
I. 2. 1 Az alap-előrejelzés feltevései	14
I. 2. 2 Az alap-előrejelzés részletei	14
I. 2. 3 Az alap-előrejelzést övező bizonytalanság	16
II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	18
<i>II. 1 Kereslet</i>	18
II. 1. 1 Külső kereslet	19
II. 1. 2 Az államháztartás keresleti hatása	19
II. 1. 3 Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás	21
II. 1. 4 Vállalati beruházások	23
II. 1. 5 Készletberuházás	24
II. 1. 6 Külkereskedelem	24
II. 1. 7 Külső egyensúly	25
<i>II. 2 Termelés</i>	26
III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG	29
<i>III. 1 A munkaerő kihasználtsága</i>	30
<i>III. 2 Munkaerő-tartalékok és szűkösség</i>	31
<i>III. 3 Bérinfláció</i>	31
<i>III. 4 Termelékenység és fajlagos munkaerő-költségek alakulása</i>	33
<i>III. 5 Versenyképesség</i>	33
IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK	36
<i>IV. 1. Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés</i>	36
<i>IV. 2 Árfolyam és kamatalakulás</i>	38
IV. 2. 1 Az árfolyam alakulását meghatározó tényezők	39
IV. 2. 2 A monetáris kondíciók várható alakulására vonatkozó várakozások	39

<i>IV. 3 Tőkeáramlások</i>	40
<i>IV. 4 Hosszú lejáratú hozamok és inflációs várakozások</i>	41
V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	44
<i>V. 1 Mit mutatnak a vállalati bérvárakozások?</i>	44
<i>V. 2 Várható-e a 2002-es GDP adatok felülvizsgálata?</i>	45
A JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL CÍMŰ KIADVÁNY KERETES ÍRÁSAI ÉS MELLÉKLETEI	47

A Monetáris Tanács állásfoglalása

A Monetáris Tanács november 11-i ülésén megvitatta a Közgazdasági főosztály által a gazdasági folyamatok alakulásáról készített előrejelzéseket és publikálásra jóváhagyta a Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány 2002. novemberi számát.

Számottevő inflációs kockázat...

Az elmúlt időszakban tovább folytatódott az infláció mérséklődése, szeptemberben 4,6% volt az éves árnövekedés üteme. Ugyanakkor a Monetáris Tanács megítélése szerint jelentősek az inflációs kockázatok.

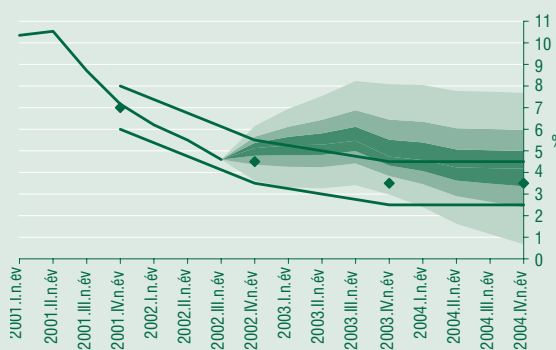
...a belföldi kereslet hosszútávon nem fenntartható ütemű növekedése miatt.

Az inflációs kockázatot hordozó tényezők közül a legfontosabb a belföldi kereslet gyors bővülése. Miközben a nemzetközi konjunkturális helyzet kedvezőtlen, a belföldi kereslet – elsősorban a lakosság kiadásainak növekedése miatt – gyorsabban bővül a hosszútávon fenntartható ütemnél. Bár a gazdaság egyes szektorai a gyenge külső kereslet miatt értékesítési nehézségekkel néznek szembe, az inflációs folyamat szempontjából meghatározó területeken – a főként belföldi piacokon értékesítő szektorokban – a túlkereslet jelei mutatkoznak. Ez egyrészt az inflációs nyomás erősödését eredményezi, másrészt a folyó fizetési mérleg hiányának gyors növekedéséhez vezet, amely a továbbra is gyenge vállalati beruházási kereslet ellenére 2002-ben meghaladhatja a GDP 5%-át.

A gyors reálbér-növekedés ösztönzi a kereslet bővülését.

A belföldi kereslet gyors bővülésének legfontosabb mozgatórugója a lakossági jövedelmek erőteljes expanziója. A versenyszektorban a monetáris kondíciók elmúlt másfél évben bekövetkezett szigorítása ellenére is csak lassan – a nemzetközi versenyképességet veszélyeztetve – mérséklődik a nominális bérnövekedés üteme. Az elmúlt egy évben a reálfelértékelődést

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*
(előző év azonos időszakához képest)



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. Az alap-előrejelzést (mint módot) 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. Az év végi pontok az inflációs célok értékét (7%, 4,5%, 3,5%, 3,5%); az egyenes vonalak a melléjük rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják.

- közel stagnáló nominális árfolyam mellett - a termelékenység növekedési ütemét meghaladó reálbérnövekedés idézte elő. Az állami szektorban éves szinten 30%-ot meghaladó bérnövekedési ütem alakult ki. A nettó jövedelmek bővüléséhez az adóterhelést mérséklő intézkedések is hozzájárulnak.

2003-ban a bérnövekedés üteme mérséklődik. Az állami alkalmazottak körében a költségvetési törvény már nem számol számottevő nominális bérnövekedéssel, de az áthúzódó hatások és a korábbi elkötelezettségek (köztisztviselői bércorrekció) eredőjeként így is 17% körüli éves átlagos nominális bérnövekedés várható. Azért, hogy a kitűzött inflációs célok jelentős reálgazdasági áldozat nélkül elérhetőek legyenek, a Monetáris Tanács a versenyszférában ennél lényegesen alacsonyabb bérdinamikát lát szükségesnek, ezért támogatja a Kormány és a munkaadók 2003. évre 3-4,5%-os bruttó nominális béremelkedésre vonatkozó ajánlatát.

A belföldi kereslet bővülésének másik fontos komponense a lakosság nettó pénzügyi megtakarításainak mérséklődése. A javuló jövedelmi kilátások, a mérséklődő nominális kamatok és az általában szubvencionált hitelek elérhetőségének széles körű kiterjesztése a háztartások hitelállományának gyors növekedését eredményezi. A lakosság eladósodottságának növekedése természetes folyamat, melynek eredményeként az európai háztartásokra jellemző vagyonszerkezet alakul ki Magyarországon is. A szubvencionált hitelek terjedése és a jövedelmek gyors növekedése azonban nagymértékben felgyorsította e folyamatot, ami szintén inflációs nyomást eredményez.

A belföldi kereslet egyéb tényezői esetében továbbra is visszafogott növekedésre számítunk. A költségvetési tervezet szerint az állami beruházási kiadások mérséklődnek. A vállalati szektorban a kedvezőtlen európai konjunkturális környezet és a feldolgozóipari kapacitások kihasználtsága csak lassú élénkülést valószínűsít.

Az inflációs kockázatok növekedését részben a fiskális politika 2002-ben bekövetkezett expanziója eredményezte. A keresletnövelő hatás nagy része a bérjellegű és transzfer kiadások emelkedéséből illetve az adóterhelés csökkenéséből eredt, ami 2003-ban is determinálja a költségvetés kötelezettségeinek és bevételeinek jelentős részét. A költségvetési javaslat szerint a kormányzat 2003-ban a költségvetési hiányt a Középtávú Gazdaságpolitikai Programban kitűzött szintre kívánja csökkenteni. Jelenlegi ismereteink alapján a tervezett intézkedések várhatóan a GDP 1,2%-ával fogják mérsékelni az aggregált keresletet.

A fiskális politika a belföldi kereslet expanzióját mérsékelve támogatja az inflációs cél teljesülését. Rövidtávon azonban a deficit csökkenése az infláció szempontjából kevésbé meghatározó tényeleknél jelentkezik, a lakossági jövedelmeket közvetlenül érintő tényeleknél továbbra is növekvő kiadásokra kell számítanunk. A fegyelmet bérpálya és a fiskális szigorítás mellett az elmúlt hónap átlagárfolyamának és olajárának fennmaradását egyaránt feltételező inflációs előrejelzésünk 2003. decemberére a még elfogadható 4,5%-os inflációs szint körül alakul (4,6%), 2004-ben pedig a célsáv felső tartományába esik (4,2%). 2003-ban az infláció növe-

A versenyszektor bérnövekedési üteme nem fenntartható.

A lakosság gyors eladósodása is növeli a belföldi keresletet.

A beruházásoknál nem várható gyors élénkülés.

A fiskális politika fékezi a belföldi kereslet expanzióját.

A béralakulás a legfontosabb inflációs kockázati tényező.

*A befektetői megítélés az euró-
övezeti csatlakozás várható
időpontjának függvénye.*

kedése irányába mutató kockázatok vannak túlsúlyban, ami első-
sorban a bérek alakulását övező bizonytalanságnak tudható be.

Az elmúlt időszakban az ország euróövezetbe történő belépé-
sének időpontjával kapcsolatos bizonytalanság jelentősen befo-
lyásolta mind az árfolyam, mind a hozamgörbe alakulását. Az Eu-
rópai Unió csatlakozást előkészítő tárgyalási folyamat előrehala-
dása és a nizzai szerződésről tartott ír népszavazás kedvező kime-
netelete növelte az euróövezetbe történő korai belépés valószínű-
ségét. A javuló befektetői megítélés az árfolyam erősödésében is
tükröződött.

*Továbbra is szigorú monetáris
kondíciók fenntartása
indokolt.*

Az inflációs kockázatok magasak. A monetáris kondíciók elmúlt
napokban tapasztalt szigorodása csökkenti ugyan a célnál maga-
sabb infláció kialakulásának valószínűségét, a Monetáris Tanács
megítélése szerint ugyanakkor most nincs lehetőség a monetáris
kondíciók lazítására.

Budapest, 2002. november 11.

*Magyar Nemzeti Bank
Monetáris Tanács*

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

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

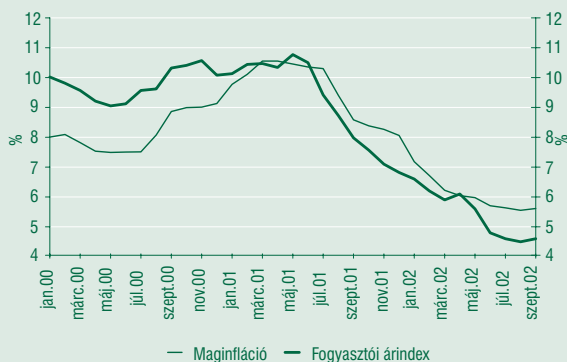
	2002	2003	2004
<i>Fogyasztói árindex</i>			
December	5,3	4,6	4,2
Éves átlag	5,4	5,2	4,3
<i>Gazdasági növekedés</i>			
Külső kereslet	(-2,3) – (-1,9) – (-1,6)	3,0 – 4,7 – 5,9	4,0 – 6,2 – 8,4
Feldolgozóipari hozzáadott érték	(-1,5) – (-0,5) – 0,3	3,0 – 4,7 – 6,0	5,0 – 7,0 – 9,0
Lakossági fogyasztás ¹	9,1 – 9,4 – 9,7	6,1 – 7,3 – 8,5	2,9 – 3,9 – 5,0
Állóeszköz-felhalmozás	5,5 – 6,5 – 7,5	2,5 – 4,3 – 6,1	2,0 – 4,2 – 6,4
Belföldi felhasználás	5,2 – 5,6 – 6,0	3,8 – 4,9 – 6,0	2,6 – 3,7 – 4,8
Export	4,0 – 4,8 – 5,6	4,0 – 5,7 – 7,0	7,0 – 9,7 – 13,0
Import	7,8 – 8,4 – 9,0	5,0 – 7,1 – 9,0	6,5 – 8,7 – 11,5
GDP	3,0 – 3,2 – 3,4	3,5 – 3,9 – 4,3	3,7 – 4,2 – 4,7
<i>Folyó fizetési mérleg hiánya²</i>			
A GDP százalékában	4,8 – 5,2 – 5,7	5,0 – 5,5 – 6,0	4,3 – 5,2 – 6,0
Milliárd euróban	3,2 – 3,5 – 3,8	3,6 – 4,0 – 4,4	3,4 – 4,1 – 4,8
<i>Államháztartás</i>			
Keresleti hatás (a GDP százalékában)	3,3 – 3,4 – 3,5	(-0,8) – (-1,2) – (-1,4)	-1,4 ³
<i>Munkapiac (versenyszféra)⁴</i>			
Bérinfláció	13,0 – 13,4 – 13,8	6,0 ⁵	6,0 ⁵
Foglalkoztatottság	(-0,4) – (-0,2) – 0,0	(-0,2) – 0,3 – 0,8	0,4 – 1,2 – 2,0
Reálárfolyam ⁶	11,1 – 11,7 – 12,3	(-0,7) – (-0,2) – 0,3	(-3,0) – (-2,2) – (-1,4)

¹ Vásárolt lakossági fogyasztás.² A 2002-ben érvényes fizetési mérleg módszertan szerint.³ Feltételezés, ld. II. 1. fejezet.⁴ Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga, ha külön nem jelezzük máshogy.⁵ Feltételezés, ld. III. fejezet.⁶ Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapon, a pozitív értékek felértékelődést jeleznek.

I. Inflációs folyamatok

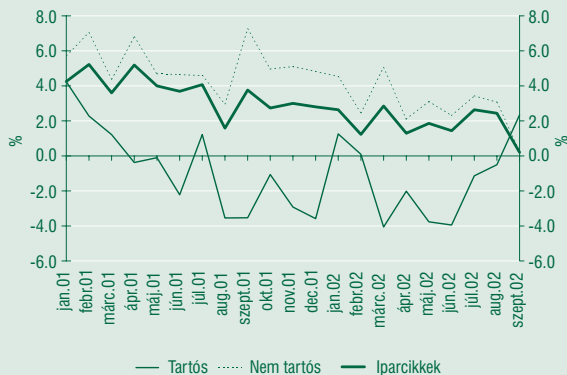
I-1. ábra: A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása

(előző év azonos időszakához képest)



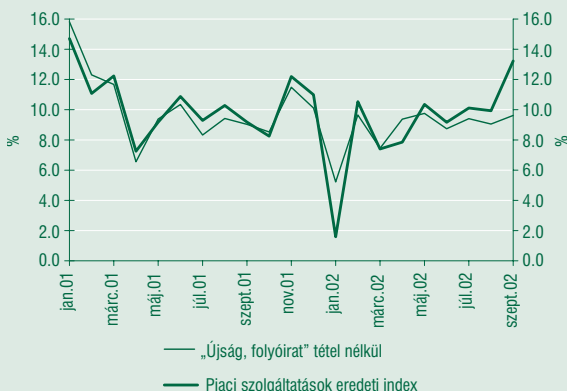
I-2. ábra: Az iparcikkek inflációja

(évesített havi növekedési ütem)



I-3. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja

(évesített havi növekedési ütem)



I. 1 A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk

A fogyasztói árindex értéke 2002 harmadik negyedévében 4,6% volt. Folytatódott a dezinfláció: az árindex 0,9 százalékponttal volt alacsonyabb a második negyedéves értékénél.¹ Ezzel szemben a maginfláció előző negyedévhez képesti csökkenése csak mérsékelt volt, és az index a negyedév során 5,6%-os szinten stagnált. Hangsúlyozni kell azonban, hogy a megelőző negyedévek során a fogyasztói árindexhez hasonlóan a maginflációs mutatóban is jelentős csökkenés következett be.

I. 1. 1 A 2002. harmadik negyedévi adatok értékelése

A fogyasztói árindex harmadik negyedévben megfigyelt méréselődése elsősorban egyszeri, exogén változások eredménye volt, míg a monetáris politika szempontjából leginkább releváns csoportokban (iparcikkek és piaci szolgáltatások) az ár-emelkedés üteme inkább stagnált.

Az iparcikkek éves árindexe ugyan csökkent az elmúlt időszakban, de a havi növekedési ütemekből az látszik, hogy a tavaly májusi monetáris rezsimváltás óta tartó dezinfláció az elmúlt negyedévben megtorpant. Ezen belül megfordult a tartós iparcikkek körében eddig megfigyelhető deflációs folyamat, és a havi növekedési ütemek gyorsulást mutattak. A nem tartós iparcikkek inflációja eközben stagnálást, szeptemberben csökkenést mutatott, ez utóbbi azonban inkább „zajnak” tekinthető.²

A piaci szolgáltatások inflációja stagnált, illetve enyhén gyorsult, ami a belföldi kereslet inflációs hatását és az inflációs tehetetlenséget tükrözi. Itt fontos megjegyezni azonban, hogy a szeptember hónapban tapasztalt kiugró ütemű gyorsulás jó részét az „újság, folyóirat” termékcsoportban bekövetkezett egyszeri ár-emelkedés következménye volt. E tétel nélkül az ár-emelkedések üteme szeptemberben is stagnált.

A feldolgozott élelmiszerek inflációja a harmadik negyedévben mérséklődött, annak ellenére, hogy ebben a termékkörben is árfejhajtó hatása van a belföldi kereslet és bérek dinamikus

¹ A fogyasztói árindex októberi adata, 4,9%, a *Jelentés* lezárása után érkezett be. Előzetes értékelésünk szerint az I.1 fejezetben tárgyalt folyamatok hangsúlyosabbá váltak mind az iparcikkek, mind a piaci szolgáltatások illetve élelmiszerek tekintetében.

² A nem tartós iparcikkek és ezen keresztül a teljes iparcikkek tétel inflációjának szeptemberi csökkenése egyetlen tétel (üdülés külföldön) árcsökkenésére vezethető vissza.

növekedésének. E mérséklődés mögött valószínűleg a feldolgozatlan élelmiszerek nyári deflációjának áthúzóó hatása áll.

A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a májustól augusztusig tartó negatív ársokk hatására jelentősen mérséklődött. Szeptemberre csengett le ennek hatása, amikor is az árak újra emelkedni kezdtek. Ez jól nyomon követhető a termékkör inflációját leginkább meghatározó sertéshús fogyasztói árának alakulásában. A sertéshús deflációja augusztusban ért véget, szeptemberben pedig az előző hónaphoz képest az árak több mint 6 százalékkal nőttek. A szeptember havi adatok szerint a sertéshús belföldi termelői ára újra meghaladja az európai árszintet.

A május-augusztusi időszak alatt lezajlott hazai feldolgozatlan élelmiszer árcsökkenés nemzetközi összehasonlításban nem számít egyedi jelenségnek. Az év eleji nagy áremelkedés után ugyanis az euróövezetbeli feldolgozatlan élelmiszerárak is csökkentek, majd a nyár közepén ismét emelkedni kezdtek. A legfrissebb nemzetközi adatok is alátámasztják azt, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek körében gyorsulásnak indult az infláció.

Az infláció harmadik negyedévi csökkenésének másik legfontosabb egyszerű és a monetáris politika szempontjából exogén tényezője a szabályozott árak csökkenése volt, melynek oka a televíziókészülék üzemeltetési díjfizetésének júliusi eltörlése. Ennek hatása az idei év végéig jelentkezik és 0,3 százalékponttal alacsonyabb fogyasztói árindexet eredményez.

Végül, a harmadik negyedévben inflációt növelő exogén tényezők voltak a benzin árának emelkedése, mely elsősorban a nemzetközi olajár emelkedésére és az euró gyengülésére vezethető vissza, valamint a dohánytermékek inflációjának az augusztusi dohány jövedékiadó-emelés miatt bekövetkezett emelkedése.

I. 1. 2 Az augusztusi előrejelzés és a tények összevetése

2002 harmadik negyedévére vonatkozóan a tény infláció mind a fogyasztói árindex, mind a maginfláció esetében 0,1 százalékponttal alacsonyabb volt az augusztusi Jelentésben publikált előrejelzésnél. Az eltérés részletes táblájában azonban az is látható, hogy a monetáris politika szempontjából releváns termékkörök inflációja magasabb lett az előrejelzésnél.

Az előrejelzés és a tények között nagyobb eltérések öt termékkörben figyelhetők meg. A teljes eltérés legnagyobb részben a feldolgozatlan élelmiszerek vártnál alacsonyabb inflációjára vezethető vissza. Emellett alacsonyabb lett az infláció az alkohol, dohány és szabályozott árak, és magasabb lett az iparcikkek és a piaci szolgáltatások esetében.

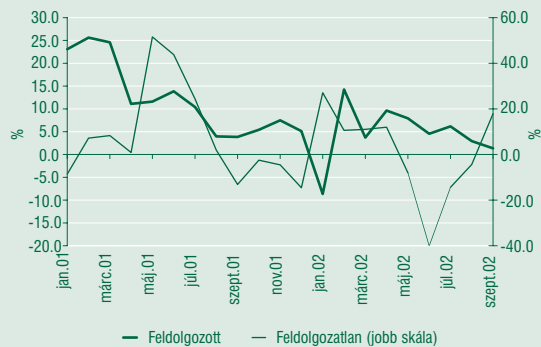
A tények és az előrejelzés közötti eltérések okai egyrészt az előrejelzés során alkalmazott feltevésekre vezethetőek vissza, másrészt az előrejelző modell hibáiban keresendők. Az alábbiakban az eltérés okaira keresünk magyarázatot.

I. 1. 3 Az augusztusi előrejelzés során használt feltevések értékelése

A legfontosabb exogén változók közül 2002 harmadik negyedévében a forint/euró árfolyam és az importált iparcikk infláció deflációs irányban alakultak. Ezzel szemben a dollár/euró

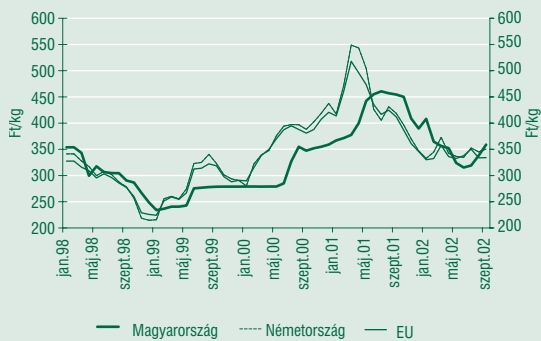
I-4. ábra: Az élelmiszerek inflációja

(évesített havi növekedési ütem)



I-5. ábra: A vágósertés felvásárlási ára *

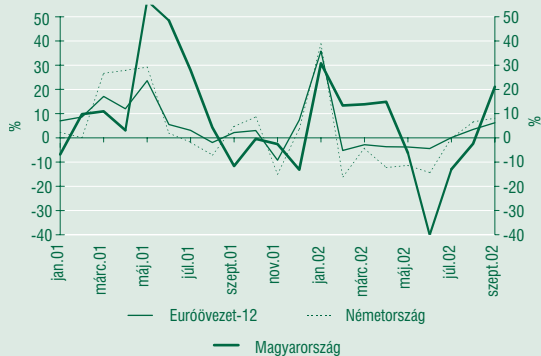
(forint)



* „E” minőségi kategóriák, AKII adatok.

I-6. ábra: Az európai és belföldi feldolgozatlan élelmiszer infláció

(évesített havi növekedési ütem)



Tábla 1-2. Inflációs alap-előrejelzésünk és a tényadatok 2002 harmadik negyedévében

Csoport	Súly (%)	Tény	Augusztusi előrejelzés	Különbség	A különbség hatása a fogyasztói árindexre
		Előző év azonos időszakához képest, %			
Élelmiszerek	19,0	2,0	3,4	-1,3	-0,26
Feldolgozatlan	6,2	-4,3	-0,7	-3,6	-0,22
Feldolgozott	12,8	5,1	5,3	-0,2	-0,03
Iparcikkek	27,0	2,3	2,1	0,2	0,06
Piaci szolgáltatások	19,4	9,0	8,6	0,4	0,09
Piaci energia	1,5	2,3	3,6	-1,3	-0,02
Jármű-üzemanyag	5,2	1,8	1,0	0,8	0,04
Alkohol, dohányárú	9,1	9,3	10,4	-1,1	-0,10
Szabályozott árak	18,9	3,8	4,2	-0,4	-0,07
Fogyasztói árindex	100,0	4,6	4,7	-0,1	-0,14
Maginfláció	68,2	5,6	5,7	-0,1	-

I-2. táblázat: Az augusztusi előrejelzés feltevései és a tényadatok 2002. III. negyedévében

	Az augusztusi előrejelzésben szereplő feltevés	A 2002. III. negyedévi tények
Forint/euró árfolyam (Ft)	246,6	245,2
Dollár/euró árfolyam (cent)	99,2	98,3
Brent olajár (dollár/hordó)	25,8	27,0
Importált iparcikk-infláció (%)*	0,50	0,02
Vásárolt lakossági fogyasztás (%)**	10,0	9,6
Versenyszektor bruttó bérnövekedés (%)**	13,0	13,4

* német iparcikk infláció (COICOP elnevezés: Non-energy industrial goods, Eurostat NewCronos kód: igoodsxe); évesített havi növekedési ütemek átlaga.
** az előző év azonos időszakához képest; 2002. III. negyedévre ténybecslés.

árfolyam és a vilápiaci olajár a feltevésünkhöz képest magasabb infláció irányában mozdultak el.

Mivel a dollár/euró árfolyam és a vilápiaci olajár változása már rövidtávon megjelenik az üzemanyagárakban, a jármű-üzemanyagok vártnál magasabb inflációja e két tényező tényleges és feltételezett értékeinek eltéréseivel magyarázható. Ezzel szemben a forint/euró árfolyam erősödésének és az importált iparcikk infláció csökkenésének dezinflációs hatása csak hosszabb távon várható.

A lakossági fogyasztás és a versenyszféra béreinek adatai még nem állnak rendelkezésre a teljes harmadik negyedévre. Az eddig nyilvánosságra került részinformációk alapján azonban arra lehet következtetni, hogy egyik esetben sem várható a korábbi várakozásunktól jelentősen eltérő harmadik negyedévi tényadat.

I. 1. 4 Az előrejelzés és a tények eltéréseinek okai

A fent vizsgált exogén változók alakulása nem ad magyarázatot arra, hogy a harmadik negyedévben miért lett magasabb az előrejelzésünknél az iparcikk és a piaci szolgáltatások inflációja. Az eltérésből kétféle következtetést tudunk levonni.

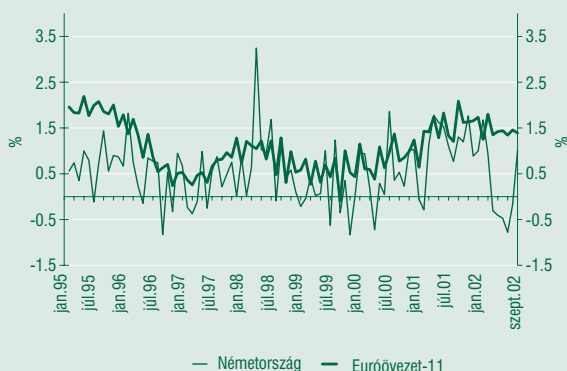
Egyrészt, az iparcikk árak előrejelzésénél augusztusban azt feltételeztük, hogy a belföldi árakat befolyásoló importált infláció legnagyobb kereskedelmi partnerünk, Németország iparcikk áraival mozog együtt. A német iparcikk árakban április-augusztusban megfigyelt erős csökkenés azonban kiugróan nagy mértékű volt, melynek hatása sem a teljes euróövezet iparcikk áraiban sem a magyar árakban nem jelentkezett. Mivel az adatok azt mutatják, hogy a teljes euróövezetben képest a német iparcikk árak alakulására nagyobb volatilitás és egyedi sokkok jellemzőek, az aktuális előrejelzésben a belföldi iparcikk árak előrejelzésénél az euróövezetbeli iparcikk árakat vesszük figyelembe.

Másrészt, az előrejelzés és a tény eltéréseiből arra következtetünk, hogy korábban mind az iparcikk, mind a piaci szolgáltatások előrejelzésénél alulbecsültük a belföldi kereslet és a bérek idej erőteljes növekedésének inflációs hatását. Aktuális inflációs előrejelzésünkben már fokozottan figyelembe vesszük a fenti két csatornán keresztül megjelenő inflációs nyomást.

A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az előrejelzésnél alacsonyabb tényadat azzal magyarázható, hogy – bár júniusban már bekövetkezett a negatív ársokk – a termékkör inflációjára jellemző erős volatilitás miatt a defláció tartóssága nem volt előrelátható. Emiatt az augusztusi *Jelentés*ben egy óvatos feltételezéssel éltünk a feldolgozatlan élelmiszerárakat leginkább befolyásoló mezőgazdasági termelői árak alakulását tekintve, és a negatív ársokk lecsengését a ténylegesnél korábbra vártuk.

Az alkohol- és dohányárak, illetve a szabályozott árak esetében már az augusztusi előrejelzés készítésénél volt információ a két termékkör harmadik negyedévi alakulását leginkább alakító tényezőkről (dohány jövedéki adójának emelése és a televíziókészülék üzemeltetési díjfizetés eltörlése). A tényadatok és az előrejelzés közötti eltérés mindkét esetben a két tényező hatására adott szakértői becslésből eredt. A dohány jövedéki adóemelés árhatásának jelentkezését gyorsabbnak gondoltuk, míg valójában a teljes hatás csak október-novem-

I-7. ábra: Német és euróövezetbeli iparcikk infláció (évesített havi növekedési ütem)



berben fog jelentkezni. A szabályozott árak esetében pedig a televíziókészülék üzemeltetési díjfizetés eltörlésének inflációt csökkentő hatását a KSH később közzétett számításánál kisebbre becsültük.

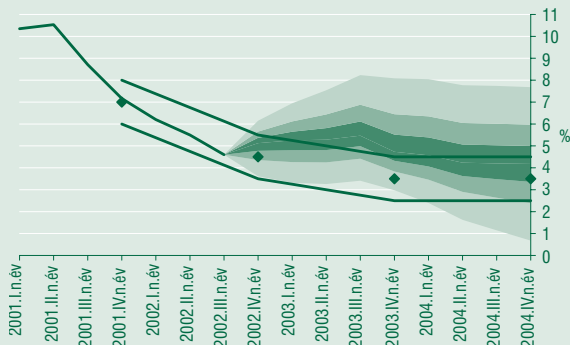
I. 2 A fogyasztói árindex előrejelzése

Aktuális előrejelzésünk a II-III. fejezetben bemutatott makrogazdasági pálya mentén került elkészítésre. Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex értéke idén decemberben 5,3%, míg 2003 decemberében 4,6% lesz. Mind az ez év végére, mind a 2003 decemberére adott előrejelzésünk az augusztusi *Jelentés*ben publikált értéknél magasabb, sőt, míg a fogyasztói árindex idén decemberben megközelíti a célsáv felső határát jelentő 5,5%-ot, addig a jövő év decemberi inflációra vonatkozó előrejelzésünk már a célsáv felső határa felett van.³

A 2002. decemberre adott előrejelzésünk annak ellenére emelkedett, hogy a harmadik negyedév tényadata augusztusi előrejelzésünknel alacsonyabb lett. E mögött egyrészt az áll, hogy – amint azt az előző fejezetben bemutattuk – az idén nyáron megfigyelt kedvező adatokat elsősorban a volatilis és a monetáris politika hatókörén kívül eső tételeknél végbement, átmeneti jellegű árindex-csökkenésnek tulajdonítjuk. Másrészt, szokásos szabályainknak megfelelően az előrejelzési horizont egészén, így rövid távon is október hónap relatíve magas olajárával és dollár/euró árfolyamával számoltunk (ld. I. 2.3 fejezet).

A jelenlegi *Jelentés* az első, amelyben előrejelzést adunk a 2004-es infláció alakulására is. Erre azért van szükség, mert a 2003-as inflációt meghatározó folyamatok teljes hatása csak hosszabb távon bontakozik ki, így a monetáris politikai döntések megítélésekor célszerű a folyamatok hosszabb távú elemzése. Előrejelzésünk szerint 2004. decemberben a fogyasztói árindex értéke 4,2% lesz, megközelítve ezzel a célsáv felső határát.

I-8. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája (előző év azonos időszakához képest)



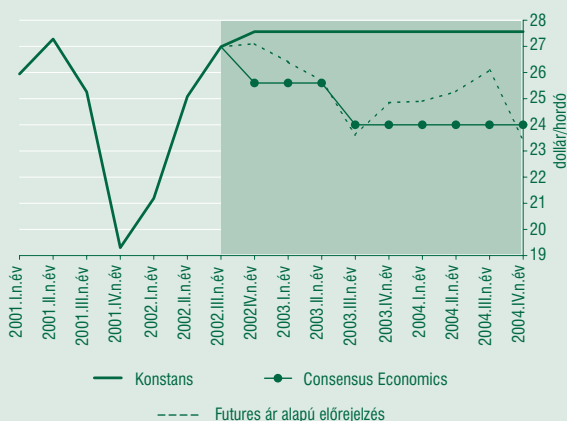
A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, leg-sötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági eloszlás becslése a múltbeli előrejelzési hibák alapján és a Monetáris Tanács bizonytalanság értékelésének figyelembevételével készült. Az év végi pontok a rögzített inflációs célok értékét (7%, 4,5%, 3,5%, 3,5%); az egyenes vonalak a mellőlük rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják.

I-3. táblázat: A fogyasztói árindex alap-előrejelzése

	Súly (%)	2002.					2003.					2004.				
		tény					előrejelzés					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	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	dec.
Élelmiszerek	19,0	8,5	6,0	2,0	3,0	3,6	2,9	2,7	4,7	4,3	4,3	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5
feldolgozatlan	6,2	9,5	5,3	-4,3	-0,9	0,8	-1,8	-0,2	6,6	5,2	5,0	4,9	4,7	4,7	4,7	4,7
feldolgozott	12,8	7,9	6,1	5,1	4,9	5,0	5,1	4,1	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,4	4,4	4,4
Iparcikkék	27,0	3,3	2,6	2,3	2,0	1,9	1,8	1,8	1,5	1,2	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,5
Piaci szolgáltatások	19,4	9,2	8,9	9,0	8,9	8,8	9,3	9,3	8,6	7,7	7,4	6,8	6,3	6,0	6,0	6,1
Piaci energia	1,5	0,0	1,9	2,3	4,0	4,2	3,6	3,0	3,6	3,6	3,6	3,9	4,3	4,6	4,9	4,8
Járműüzemanyag	5,2	-9,1	-7,3	1,8	11,4	13,8	12,9	8,2	4,2	1,1	1,1	3,3	3,6	3,5	3,5	3,4
Alkohol, dohányáru	9,1	9,4	9,1	9,3	11,1	11,3	10,0	11,6	10,8	9,2	9,1	9,1	7,8	7,6	7,5	7,5
Regulált árak	18,9	7,9	7,2	3,8	3,3	3,3	4,0	5,1	6,6	6,1	6,0	6,2	5,8	6,0	5,8	5,8
Fogyasztói árindex	100	6,2	5,5	4,6	5,1	5,3	5,3	5,3	5,5	4,7	4,6	4,6	4,2	4,2	4,2	4,2
<i>Becsült maginfláció</i>		6,7	5,9	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,2	4,6	4,5	4,2	3,8	3,7	3,7	3,8
<i>Éves átlagos árindex</i>		5,4					5,2					4,3				

³ Előrejelzésünk lezárása után érkezett be az októberi 4,9%-os fogyasztói árindex adat. Ez rövid távú előrejelzésünknek megfelelt; emiatt a 2002-es előrejelzésen nem szükséges változtatni.

I-9. ábra: A Brent olajár alakulása a különböző feltevések esetén*



* November 5-i futures árak, és a Consensus Economics szeptember 16-i felmérése alapján.

I-4. táblázat: Az alap-előrejelzés feltevései

	2002. augusztusi előrejelzésben		Jelenlegi előrejelzésben		
	2002	2003	2002	2003	2004
Forint/euró árfolyam	246,6*	246,6	243,6*	243,6	243,6
Dollár/euró árfolyam (cent)	99,2*	99,2	98,2*	98,2	98,2
Brent olajár (dollar/hordó)	25,8*	25,8	27,6*	27,6	27,6
Importált infláció (évesített havi növekedési ütemek átlaga)	0,4**	0,5**	1,4**	1,1**	1,1**
Bruttó bérinfláció a versenyszférában (éves átlag, %)	13,0	5,0	13,4	6,0	6,0
Vásárolt lakossági fogyasztás növekedése (éves átlag, %)	9,8	7,1	9,4	7,3	3,9

* Az év hátralévő részére vonatkozó feltevések.

** A feltevések az augusztusi előrejelzésben a német, a jelenlegiben az euróövezetbeli iparcikk inflációra vonatkoznak.

I. 2. 1 Az alap-előrejelzés feltevései

Az alap-előrejelzést 2003-ban a versenyszférában alacsony, bruttó 6%-os éves átlagos bérnövekedési ütemet feltételezve készítettük el. Ugyanakkor természetesen figyelembe vettük a 2002-ben tapasztalt nagymértékű bér- és jövedelemnövekedés 2003-ra áthúzódó keresleti és költség oldali hatásait is.

Az olajárakra vonatkozólag ismét azt az elvet követtük, hogy a rendelkezésünkre álló többféle előrejelzés közül – konstans árszint, piaci konszenzus, futures árak alapú pálya –, kockázatkezelési megfontolásokból azt a pályát használjuk, amely az előrejelzés teljes horizontján a legmagasabb, mert ehhez képest nincs felfelé mutató inflációs kockázat (erről ld. később). Ez, csakúgy, mint az augusztusi *Jelentés* elkészítésekor, a legutolsó hónap (október) átlagán rögzített pálya volt.⁴

Korábbi *Jelentéseinkhez* képest változást jelent, hogy az importált infláció közelítésére nem a német, hanem az euróövezeti iparcikk-inflációt használtuk, aminek okairól az előző fejezetben írtunk. Az importált infláció előrejelzésének kialakítására vonatkozó szabály azonban változatlan, azaz azt feltételeztük, hogy az euróövezeti iparcikk infláció havi növekedési üteme a historikus átlagnak megfelelően alakul. Ugyanígy változatlan az árfolyam-begyűrőzés mértékére vonatkozó feltételezésünk is, azonban a felértékelődés inflációt csökkentő hatásait 2003-ban tompítják az idej magass fogyasztás késve jelentkező hatásai.

A forint/euró árfolyamot – a változatlan monetáris politika feltételezésének megfelelően –, valamint a dollár/euró árfolyamot ismét az utolsó hónap (október) átlagán rögzítettük.

I. 2. 2 Az alap-előrejelzés részletei

Tapasztalataink azt mutatják, hogy egy-két negyedéves horizonton a közgazdasági modelleknél jobban jeleznek előre a szakértői információkra, valamint a folyamatok tehetetlenségére alapozó idősoros módszerek. Ezért elválasztottuk egymástól az egy-két negyedévre vonatkozó rövidtávú, és az ennél hosszabb, egy-két éves horizonton használt középtávú előrejelzéseket.

Rövidtávú előrejelzés

Az idei év utolsó negyedévében a július-szeptember során megfigyelt folyamatok alapján a fogyasztói árindex emelkedésére számítunk. Ezen belül az iparcikkek körében – az inflációs folyamatok tehetetlenségére alapuló rövid távú előrejelzésünk szerint – az elkövetkező két negyedévben az árindex stagnálása, illetve enyhe csökkenése várható.

A piaci szolgáltatások esetében az utolsó negyedévben a havi növekedési ütemek stagnálást mutatnak. Ennél a tételnél azonban a stagnálás folytatódására csak egy negyedéves horizonton számítunk, mivel ez után – a munkapiaci fejezetben szereplő bérfeltételezés alapján számított – munkaegység-költség pálya árnyövekedést mérséklő hatása fog dominálni.

Középtávú előrejelzés

2003 végéig az iparcikkek inflációjának mérséklődésére számítunk. Ennek oka főleg a 2003-as bérköltség és fogyasztás

⁴ Az október végi és november eleji benzinár-csökkenések hatásait a kockázati tényezők között elemezzük (I.2.3 fejezet).

alakulására tett feltevéseinkben, valamint a korábbi árfolyam-erősödés hatásaiban keresendő. Ugyanakkor a tavalyi nominális forint felértékelődés közvetlen hatásai 2004-re már kifutnak, és a negyedéves bérdinamika is gyorsul, ezért 2004-ben az áremelkedés gyorsulására számítunk.⁵

Hasonlóan alakulnak az árak a piaci szolgáltatások körében is, azzal a különbséggel, hogy 2003-ban a feltételezett alacsony bérköltségek infláció-csökkentő hatását keresleti oldalról az év elején még valamelyest ellensúlyozzák az idei nagymértékű fogyasztás-növekedés áthúzó hatása.⁶ Ezen két eltérő irányú tényező együttes hatására – bár a negyedéves növekedési ütemek 2003 elejétől csökkennek – a jövő év közepéig éves szinten még az infláció emelkedésére számítunk. A 2003-ra feltételezett alacsony bérpálya teljes hatása ezután bontakozik ki, aminek következtében 2004 közepéig csökkenő, majd innen az előrejelzési horizont végéig stagnáló piaci szolgáltatás inflációt várunk.

Mivel a piaci szolgáltatások árai a kereslet alakulására érzékenyebben reagálnak, mint az iparcikkek, a két csoport inflációs különbözete jól mutatja a 2002-es rendkívüli fogyasztás-növekedés 2003-ra áthúzó hatásait, ezért 2003 elején az inflációs különbözet megnő, majd 2004 végére fokozatosan csökken. Az inflációs különbözet alakulásában a kereslet alakulása mellett szerepet játszik még a tavalyi nominális árfolyam-felértékelődés is, ami – bár egyre csökkenő mértékben – az iparcikkek inflációját csökkenti.

A feldolgozatlan élelmiszerek között nagy súlyt képviselő sertéshús árára vonatkozóan – az AKII agrárpiaci szakértőivel történt egyeztetés eredményeképpen – 2003 második felétől az előrejelzési horizont végéig egy enyhén emelkedő pályával számolunk. Ez egy óvatos becslés, mivel nincs határozott jele annak, hogy a hazai árak – az aktuális helyzet ellenére – tartósan elszakadnának az európai árszinttől, és – a szakértői információk ismeretében – az európai piacon sem várunk árszint-emelkedést. A búza árára vonatkozóan szintén óvatos becslést adtunk, azaz arra számítunk, hogy az előrejelzési horizont végéig az árszint emelkedni fog.

Mindez természetesen érezteti hatását a feldolgozott élelmiszereknél is, azonban itt hasonlóan fontos szerepet játszik a feldolgozóipari bérköltségek alakulása is. Ez a magyarázata annak, hogy az árindex ennél a csoportnál – hasonlóan az iparcikkeket és a piaci szolgáltatásokat jellemző folyamatokhoz – 2003 végéig csökken, majd 2004 során lassan emelkedik.

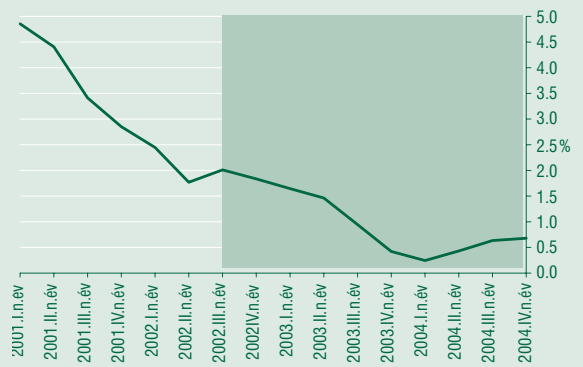
Az alkohol és dohánytermékek csoportban az áralakulást döntően befolyásolja a dohánytermékek esetében 2003 áprilisára, a jövő évi költségvetési törvényjavaslatban foglaltak alapján beépített jövedéki adóemelés.⁷ Ez az adóemelés önmagában 0,3 százalékponttal emelheti meg a 2003-as decemberi infláció mértékét, mivel előzetes vizsgálataink alapján azt feltételezzük, hogy a jövedéki adó emelkedése a fogyasztói árakban teljes mértékben megjelenik. A járműüzemanyagok esetében

⁵ 2004 januárjában a 2003-as költségvetési törvényjavaslat szerint a kávé és az arany fogyasztási adója megszűnik, ami kis mértékben ugyan, de csökkenti az árindexet.

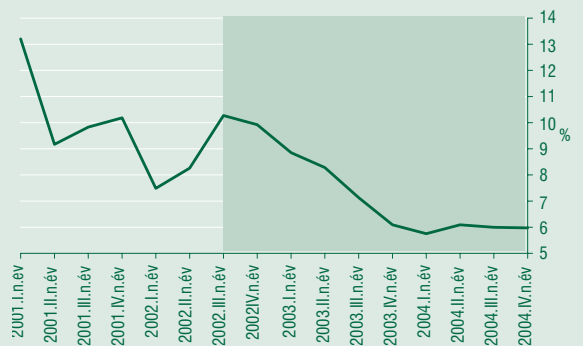
⁶ A piaci szolgáltatások árindexének 2003. eleji emelkedésében közrejátszik az is, hogy a teherszállítás átkerül a normál kulcsos ÁFA körbe.

⁷ Bár 2004-re vonatkozóan nincs információ, de a cigarettánál feltételeztünk egy, a dohánytermékek körében átlagos mértékű adóemelést, amit technikai okokból áprilisára időzítettünk. Az alkohol csoportban szintén feltételeztünk egy 2004. januári adóemelést

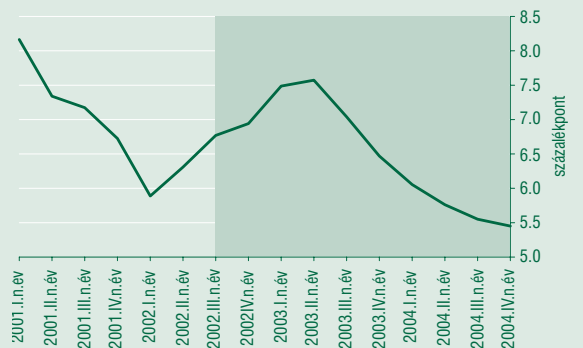
I-10. ábra: Az iparcikkek várható inflációja
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



I-11. ábra: A piaci szolgáltatások várható inflációja
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



I-12. ábra: A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációs különbözete
(éves indexek eltérése)



a 2003-as alacsony árindexeket az indokolja, hogy a költségvetési törvényjavaslatban foglaltak szerint a jövedéki adó emelése elmarad. Ebben a körben a jövedéki adó emelésére csak 2004 elején számítunk.

A szabályozott árak körében 2003-ra konkrét, hivatalos információ hiányában, megtartottuk az augusztusi *Jelentésben* adott technikai előrejelzésünket, ami arra épült, hogy a regulált árak – a tervezett adóváltoztatások figyelembe vétele mellett – több év átlagában jellemzően az inflációs céloknak megfelelően alakulnak. Így 2003-ban csak ott tértünk el korábbi előrejelzésünktől, ahol 2002-ben elmaradt az áremelés: ilyenkor 2003-ra egyszerűen a két évre korábban prognosztizált áremelést építettük be előrejelzésünkbe.

Mivel a szabályozott árak 2004-es alakulására vonatkozóan semmilyen információval nem rendelkezünk, azért itt technikai szabályként azt feltételeztük, hogy azok lényegében a piaci szolgáltatásokkal megegyező mértékben változnak.⁸

I. 2. 3 Az alap-előrejelzést övező bizonytalanság

Az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság *mértékét* illetőleg azt gondoljuk, hogy az nem tér el jelentősen a múltban megfigyelt tények volatilitásából adódó értéktől. Ez alól egyetlen kivétel az olajár rövid távú alakulása, ahol véleményünk szerint a technikai szabály alapján adott előrejelzésünk bizonytalansága a geopolitikai helyzet miatt a szokásosnál nagyobb.

A bizonytalanság *irányát* a Monetáris Tanács véleménye szerint a versenyszféra bérei és az olajárak befolyásolják jelentősen. A bérinflációra vonatkozó feltevés 2003-2004-ben is az alap-előrejelzésnél magasabb infláció irányába mutató kockázatot hordoz, amely kockázat igazán 2003-ban jelentős. Ezt részben ellensúlyozzák a világpiaci olajárak tekintetében a teljes előrejelzési horizonton érvényes, alacsonyabb infláció felé mutató kockázatok.

A versenyszektorbeli bérek miatti magasabb infláció felé mutató bizonytalanságnak az az oka, hogy ha nem változna a gazdasági szereplők viselkedése, azaz a múltban megfigyelt munkapiaci folyamatok érvényesülnének, akkor mind a bérinflációra, mind a fogyasztói árindexre adott előrejelzésünk magasabb lenne.

Az olajárak által hordozott bizonytalanságot egy rövidebb és egy hosszabb távon érvényesülő folyamat alakítja. Egyfelől, előrejelzésünk véglegesítése közben, október végétől erőteljesen csökkentek a világpiaci olajárak. A dollár gyengülése mellett ez tükröződött a hazai benzinárak október végi - november eleji csökkenésében. Amennyiben ezeket a folyamatokat az év végét tekintve tartósnak véljük, 2002. decemberben a közölt 5,3%-nál mintegy 0,2 százalékponttal alacsonyabb fogyasztói árindex várható.

Alap-előrejelzésünk ugyanakkor, kockázatkezelési megfontolásból, az előrejelzési horizont egészén a rögzített, magasabb olajárra épül. Ez hosszabb távon is lefelé mutató kockázatot jelent, mert a piaci jelzések – elemzői konszenzus, futures árak – az alkalmazottnál alacsonyabb olajárat valószínűsítenek. Az

⁸ Feltételeztük továbbá, hogy a gyógyszerek és tankönyvek nulla kulcsos ÁFA besorolása az európai uniós szabályokhoz történő alkalmazkodásnak megfelelően 2004 elejétől megszűnik.

ilyen, hosszabb távú bizonytalanság aszimmetriája a legyezőábra eloszlását határozza meg.

Összességében, a bérek és az olajár alakulására vonatkozó bizonytalanság a fogyasztói árindexre adott alap-előrejelzésünkhöz képest idén év végén alacsonyabb, 2003-ban viszont magasabb infláció kialakulásának irányába mutató kockázatot hordoz, míg 2004 végén a kockázatok eloszlása szimmetrikusá válik.

A kockázatok irányát tükrözi az is, hogy számításaink szerint az idei év decembere esetében a célsáv felső szélénél magasabb árindex valószínűsége csak 20%, míg ez az érték 2003 decemberére vonatkozólag nagyjából 70%. A célsáv alsó szélénél is alacsonyabb infláció valószínűsége mindkét évben minimális. 2004. decemberben ugyanakkor ezek a számok jóval kiegyensúlyozottabb képet mutatnak, a célsáv felső szélénél magasabb árindex valószínűsége 40%, az alsó szélénél alacsonyabb érték valószínűsége pedig 20%.

Az előrejelzést befolyásoló legfontosabb változók esetében az alapfeltevésektől vett eltéréseknek az inflációra gyakorolt hatását a mellékelt táblázatban foglaltuk össze.

I-5. táblázat: A legyezőábra sávjainak határai
(előző év azonos időszakához képest)

	90% alsó	60% alsó	30% alsó	centrális pálya (módusz)	30% felső	60% felső	90% felső
2002.IV.n.év	3,6	4,4	4,8	5,1	5,4	5,7	6,2
2003.I.n.év	3,3	4,3	4,8	5,3	5,7	6,1	6,9
2003.II.n.év	3,3	4,2	4,8	5,3	5,8	6,4	7,5
2003.III.n.év	3,4	4,4	5,0	5,5	6,1	6,9	8,2
2003.IV.n.év	3,0	3,8	4,3	4,7	5,5	6,4	8,1
2004.I.n.év	2,4	3,5	4,1	4,6	5,4	6,4	8,0
2004.II.n.év	1,6	2,9	3,6	4,2	5,1	6,0	7,8
2004.III.n.év	1,1	2,6	3,5	4,2	5,0	6,0	7,7
2004.IV.n.év	0,7	2,4	3,4	4,2	5,0	6,0	7,7

I-6. táblázat: Az alap-előrejelzés változása különböző scenáriók esetén

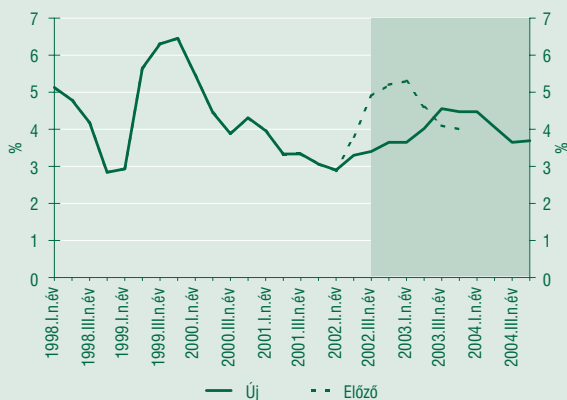
Tényező neve	Forgatókönyv*	Eltérés az alap-előrejelzéstől** (százalékpont)	
		2003. december	2004. december
Versenyszféra béralkulása	Mindkét évben éves átlagban egy százalékponttal magasabb bruttó bérnövekedés	0,23	0,29
Szabályozott árak alakulása	Mindkét évben egy százalékponttal nagyobb növekedés	0,22	0,21
Forint/euró árfolyam	Egy százalékkal gyengébb árfolyam a teljes előrejelzési horizont végéig	0,15	0,08
Brent olajár	Hordónként egy dollárral magasabb ár a teljes előrejelzési horizont végéig	0,08	0,01
Importált infláció	Fél százalékkal magasabb árszint a teljes előrejelzési horizont végéig	0,14	0,02
A sertéshús árának alakulása	Egy százalékkal magasabb árszint a teljes előrejelzési horizont végéig	0,04	0,00

*A sokkok minden forgatókönyv esetén 2003 elejétől értendők.

** Éves növekedési ütemek különbsége.

II. A konjunktúra alakulása

II-1. ábra: A GDP növekedésének előrejelzése
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



II. 1 Kereslet

A gazdasági növekedésre vonatkozó jelenlegi előrejelzésünkben az augusztusi *Jelentés*ben szereplőnél több mint fél százalékponttal alacsonyabb növekedést vetítünk előre erre az évre és jövőre is. Előrejelzésünk elsősorban a külső kereslet alakulásában különbözik az augusztusi *Jelentés*ben szereplőtől. 2002-re vonatkozóan az időközben rendelkezésre álló információk a külső kereslet második negyedévi fellendülése után az év további részében stagnálásra utalnak. A jövő évre vonatkozóan is a korábbinál lassabb felívelést feltételezünk a külső konjunktúrában. Az alacsonyabb külső kereslet a GDP felhasználási tételei közül az exportra és a vállalati beruházásokra, termelési oldalon pedig a feldolgozóipari hozzáadott értékre vonatkozó előrejelzésünket csökkentette.

2002-ben a gazdasági növekedést az első félévi tényadatok szerint a lakossági fogyasztás magas szintje határozta meg. A beruházások kisebb mértékben járultak hozzá a növekedéshez. A nettó külkereskedelem némileg csökkentette a gazdasági növekedés ütemét. A második félévre a fenti folyamatok folytatódását vetítjük előre, a nettó külkereskedelem nagyobb negatív elnyílása mellett. A vállalati szektor beruházásainak alacsony üteme mellett az állami és a lakossági beruházások magas üteme becslésünk szerint a második félévben is fennmarad.

A készlet és a statisztikai hiba első félévi nagy negatív értéke a felhasználási és a termelési oldal közötti ellentmondásra utal. Óvatos jegybanki megközelítésből elsősorban a termelési oldalra vonatkozó előrejelzésünkre alapoztuk az inflációs *Jelentés*ben szereplő GDP előrejelzést. A GDP aggregált értékének megítélésében mutatkozó bizonytalanság ugyanakkor nem jelent problémát inflációs előrejelzésünkben, mivel elemzéseink szerint egy-két éves horizonton közvetlenül a lakosság vásárolt fogyasztása gyakorol hatást az áralakulásra.

2003-ra vonatkozó előrejelzésünk feltételes, mert azt vettük alapul, hogy a vállalkozói szektorban a bruttó béreket igen mérsékelten emelik. Jövőre a korábban előrejelzettnél kisebb mértékű gazdasági növekedést az előző prognózisnál némileg magasabb lakossági kereslet mellett a beruházások és az export a korábban feltételezettnél alacsonyabb ütemű növekedése eredményezi. A vállalati szektor beruházásainak lassú élénkülése mellett az állam és a lakosság felhalmozásának fokozatos lassulását vetítjük előre. Jövőre a nettó export negatív elnyílása is mérséklődik, így egészében magasabb növekedést kapunk.

2004-ben belföldi kereslet növekedési üteme az előző évinél kisebb mértékű, de ezt a külső kereslet élénkülése ellensúlyozza és a gazdasági növekedés az év egészében magasabb ütemet érhet el.

II. 1. 1 Külső kereslet

A külső kereslet szintjére vonatkozó prognózisunkat az új információk fényében ismét lejjebb szállítottuk, hasonlóan az ismertebb nemzetközi előrejelzőkhöz. Az EU-tagállamok GDP-je 2002 első felében ugyan lassú, de egyenletes ütemben nőtt, főbb külkereskedelmi partnereink importja azonban az első negyedévben bekövetkezett jelentős visszaesést követően a második negyedévben várakozáson felüli mértékben bővült.⁹ Az euróövezet harmadik negyedévi stagnáló ipari termelés adatai, a német új rendelések visszafogott szintje viszont azt valószínűsítik, hogy az erőteljes fellendülés még 2002 második felében sem indul meg, így kereskedelmi partnereink második negyedévi dinamikus importnövekedése inkább egyedi fejleménynek tekinthető. Ezt támasztja alá az is, hogy az üzleti bizalmi indexek alapján a vállalatvezetők az év közepe óta mind kevésbé optimisták jövőre vonatkozó várakozásaikat illetően, noha az év első felében még határozott javulást vártak¹⁰.

Rövidebb távon ezért külső keresleti prognózisunkat alapvetően az európai konjunktúra stagnálása, a nagyobb cégek bizonytalanságai határozzák meg. Ezek együttesen a korábbi *Jelentésben* szereplőnél is nagyobb csökkenést eredményeznek 2002-ben a külső keresletben éves szinten¹¹.

Középtávon ezen tényezők hatása eltűnik, s 2003 elejétől megkezdődhet a felzárkózás a korábban meghatározott pályához. A felzárkózás sebességét csökkenti a feltételezett magas (októberi átlag 27,6 dolláros) olajár, továbbá az amerikai vállalati botrányoknak a gazdaságra gyakorolt esetleges negatív hatása, mely a vállalati kötvény-kamatfelárak alakulásán keresztül részlegesen Európába is átgyűrűzhet. Ezek miatt 2003-ra is alacsonyabb éves átlagos növekedést várunk a külső keresletben mint korábban. A növekedés dinamikája tartósan fennmaradhat 2004-re is, amely a kedvezőbb bázison már viszonylag magas éves növekedést eredményezhet.

Az ismertebb nemzetközi előrejelzők legfrissebb publikációikban ugyancsak jelentősen lejjebb szállították külső keresletünk 2002-es és 2003-as éves bővülésének mértékét. Az MNB prognózisa általában a legkevésbé derülátó.

II. 1. 2 Az államháztartás keresleti hatása

Az infláció és a gazdasági növekedés alakulása szempontjából elemzéseinkben a fiskális politika belföldi keresletre gyakorolt hatását szoktuk vizsgálni. Ezt a hatást nem a mindenkori hivatalos hiánymutató alakulása, hanem az államháztartási folyamatok elemzési célú, ún. SNA típusú elsődleges egyenlegének

⁹ Tizenegy főbb külkereskedelmi partnerünk súlyozott importját tekintjük a magyar exporttermékek iránti effektív külső keresletnek.

¹⁰ Ugyanakkor árnyalja a képet, hogy az EABCI-mutató (az euróövezet üzleti klíma indikátora) enyhe javulást mutat júliustól kezdve, bár ebben a vállalatvezetők termelési várakozásai kisebb súllyal szerepelnek mint az IFO indexben.

¹¹ Számszerűleg a 2001-es év felfelé történő utólagos adatrevíziói is az alacsonyabb 2002-es éves növekedés irányába hatnak.

II-1. táblázat: A GDP és komponenseinek várható növekedési üteme (éves átlagos növekedési ütem, %)

	Előzetes tény		Előrejelzés	
	2001	2002	2003	2004
Lakossági fogyasztás	5,0	8,3	6,4	3,4
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,6	9,4	7,3	3,9
Természetbeni társ. juttatások	2,5	3,5	2,5	1,3
Közösségi fogyasztás	4,4	2,8	1,5	1,5
Állóeszköz felhalmozás	3,5	6,5	4,3	4,2
„Belföldi végső értékesítés”**	4,6	7,3	5,4	3,5
Készletfelhalmozás és egyéb nem specifikált felhalmozás**	(-41)	(-45)	(-20)	(+20)
Belföldi felhasználás	2,0	5,6	4,9	3,7
Export	9,1	4,8	5,7	9,7
Import	6,3	8,4	7,1	8,7
GDP	3,7	3,2	3,9	4,2

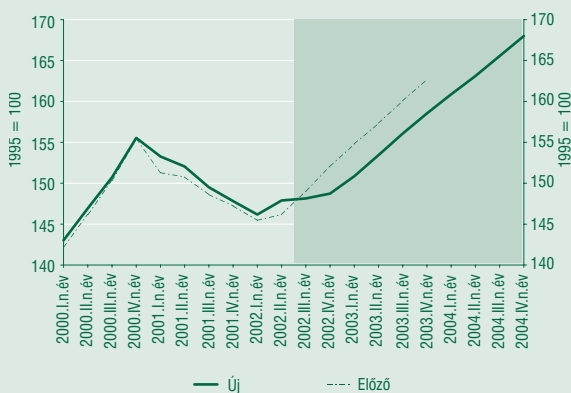
* Belföldi végső értékesítés = lakossági fogyasztás + közösségi fogyasztás + állóeszköz felhalmozás

** Itt jelenik meg a statisztikai hiba, ami 2002-ben jelentős mértékben negatív lehet.

II-2. ábra: A német IFO Intézet üzleti várakozások indexe



II-3. ábra: A külső kereslet prognózisa (szint)



II-2. táblázat: Effektív külső keresletre vonatkozó különböző prognózisok*

	2002		2003		2004
	új	előző	új	előző	új
MNB-prognózis	-1,9	-0,9	4,7	7,1	6,2
Európai Bizottság	-1,1	1,1	5,9	7,3	7,1
OECD	-1,4	2,1	5,5	7,4	7,6
IMF	-0,4	1,8	5,7	6,4	n/a

* 11 fő kereskedelmi partnerünk súlyozott importnövekedési üteme százalékban
Forrás: OECD - STEP 2002. október / Economic Outlook 2002. március
Európai Bizottság - Economic Forecast (2002. november / április)
IMF - World Economic Outlook (2002. október / április)

a változása jellemzi, melyre rendszeresen saját becslést készítettünk.¹²

Becslésünk szerint idén a fiskális politika a GDP 3,4%-ának megfelelő mértékben élénkíti a belföldi keresletet. Figyelembe véve a pénzügyi kormányzat idei intézkedéseit és legfrissebb bejelentéseit, 2002-re tehát az augusztusi *Jelentésben* szereplőnél némileg magasabb keresleti hatással számolunk. Ennek oka, hogy az egyes, kisebb jelentőségű többletbevételeket meghaladják a GDP 0,7%-ának megfelelő többletkiadások.¹³

Az aktuális *Jelentés* készítésével párhuzamosan tárgyalta a Kormány és az Országgyűlés a jövő évi folyamatokat meghatározó jogszabályokat. Így a várható fiskális keresleti hatás mértékére részleges információk alapján, előzetes jellegű becslést készítettünk a jövő évi költségvetés tervezete, az adótörvény-javaslatok és más hivatalos, kormányzati dokumentumok alapján.

Alap-előrejelzésünk szerint 2003-ban a fiskális politika a GDP 1,2%-ával szűkítheti a keresletet. Ennek hátterében az áll, hogy egyes, az idei év közben hozott kormányzati intézkedések – például közalkalmazotti béremelés, minimálbér adójóváírása – 2003-ban önmagukban jelentős determinációt képeznek a keresleti hatás növekedése irányában. A tervezet szerint a 2003-as költségvetésben előirányzott fiskális politika ehhez képest nagymértékben szűkíti a belföldi keresletet úgy, hogy a két folyamat eredőjeképp a keresleti szűkítés mértéke jelenlegi ismereteink szerint 1,2%-osra tehető.

2003-ban alap-előrejelzésünktől a várható keresleti hatás eltérhet, egyrészt a makrogazdasági folyamatok bizonytalansága, másrészt a fiskális politika előre nem látható intézkedései miatt, ami alapján a várható 2003-as keresletszűkítés mértékét egy 0,8-1,4%-os bizonytalansági intervallumba helyezük.

2004-re vonatkozólag, hivatalos döntések és információ hiányában a Kormány Középtávú gazdaságpolitikai programja (PEP) alapján 1,4%-os keresletszűkítést feltételezünk.

II-3. táblázat: Az államháztartás keresleti hatásának alakulása – alap-előrejelzés (GDP%)

	2000	2001	2002***	2003***	2004***
	tény		várható	előzetes becslés	középtávú program
1. SNA operacionális deficit* változása (2+3)	-0,9%	1,7%	3,5%	-1,3%	-1,5%
2. Közvetett keresleti hatás (reálkamat változás)	-0,3%	-0,3%	0,1%	-0,1%	-0,1%
3. Közvetlen hatás (4+5) (SNA elsődleges egyenleg változása)	-0,6%	2,0%	3,4%	-1,2%	-1,4%
4. GFS elsődleges egyenleg változása	1,2%	0,5%			
5. Egyéb tényezők változása (SNA korrekciók)**	-1,8%	1,5%			

* Az operacionális deficit számításánál feltételeztük, hogy a keresletre nem csak a kamatokban foglalt inflációs kompenzációk, 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, például a Magyar Fejlesztési Bank, az ÁPV Rt. a Nemzeti Autópálya Rt. keresleti hatása és a letéti számlákkal való korrekció.

*** Becslésünk a keresleti hatás egészére vonatkozik.

A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülését jelzi, a kerekítések miatt a részösszegek nem feltétlenül adják ki az egészet.

¹² A mutatót elemzéseinkben 1998-ban vezettük be, szisztematikusan először az 1999-es MNB *Éves jelentésben* alkalmaztuk. A keresleti hatás számításáról bővebben ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához* c. MNB kiadvány.

¹³ Az augusztusi *Jelentésbeli* magasabb kiadással számolunk az agrárgazdaság és az elemi károk esetében, nemcsak a költségvetési kiadásoknál, hanem az MFB által nyújtott hitelek egy részének támogatásként történő elszámolása miatt is, amelyet a veszteségek átvizsgálás után megállapított várható mértéke alapján becsültünk. (A bejelentett MFB adósságrendezés tartalmáról pontos információ még nem áll rendelkezésre.) Az augusztusban 2002-re adott becslésünkhöz képest változtatást igénylő információ azonban csak a sportberuházások elszámolása jelentett (GDP 0,2%-a).

A III. fejezetben bemutatott munkapiaci előrejelzés szempontjából különösen fontos a fiskális politikán belül, hogy számításaink szerint 2003-ban a munkából származó jövedelmek – tágan értelmezve – nettó értelemben mintegy 2,4 százalékponttal haladhatják meg a jövedelmek bruttó növekedését. Ez lényegében az idei szeptemberi adócsökkentés áthúzódó hatása miatt jön létre, az ezen felüli jövő évi intézkedéseknek egyenlegükben inkább minimális adóbevétel-növelő hatása lesz, (a járulékbefizetés plafonjának nagyobb emelése, a családi adókedvezmény valorizációjának elmaradása, stb.); az adó- és járulékbefizetések csökkenését eredményező egyéb intézkedéseknek (például az egészségügyi hozzájárulás mérséklése, nyugdíjreform folytatása) ugyanis a bruttó és nettó jövedelem közötti különbségre nincs hatása.

Az állami bér- és transzfer-kifizetések közvetlenül befolyásolják a lakossági keresletet. Az államháztartásban kifizetett bruttó keresetösszeg 2002-es prognózisát minimálisan emelve 31,3%-os növekedést várunk. 2003-ban becslésünk szerint a keresetösszeg az év átlagában 17,1%-kal nő, amit alapvetően az idei közalkalmazotti béremelés áthúzódó hatása határoz meg, ezen felül csak a köztisztviselőket érintő teljes illetménybeállítás 2003 második félévében megvalósuló ütemével számolunk. Ennek természetesen 2004-re lesz áthúzódó hatása, ami a semleges, vagyis a GDP-vel arányosan változó bérnövekedésen felül jelentkezhet.

2002-ben az állam lakossági transzfereinek növekedése a korábbi 17,3%-os előrejelzésünket várhatóan jelentősen meghaladja. A nyugdíjasok egyszeri támogatása, az egyhavi családi pótlék kifizetése, a családi pótlék és az ösztöndíj összegének emelése mellett, döntés született a szövetkezeti üzletrészek lakossági kifizetéséről is. Összesen 19,0%-ra módosul a lakossági transzferek növekedése. 2003-ban az áthúzódó hatásokon túlmenően főként a nyugdíjasokat érintő intézkedésekkel (13. havi nyugdíj 1 heti összegével, a svájci index alapján bejelentett 8,4%-os emeléssel) számoltunk, ugyanakkor a 2002. évi egyszeri kiadások kiesése (szövetkezeti üzletrész, egyszeri nyugdíj) miatt a transzferkiadások nominális növekedése 5,5%-ra mérséklődik.

A keresleti hatás szempontjából releváns, tágan értelmezett állami beruházások esetében az idei évre 20-25%-os volumenbővülést valószínűsítünk. 2003-ra vonatkozóan nincsenek részletes információink. A központi költségvetésben javasolt megtakarítások várhatóan csökkentik a beruházási kiadásokat, azonban az önkormányzati és az utépítési beruházások – eredmény szemléletben értelmezett – alakulását nehéz előre látni. Összességében valószínűbb, hogy csökkenő beruházási kifizetésre számíthatunk, ami – a szokásos, technikai jellegű időbeli különbség miatt – fokozatosan jelenhet meg a KSH beruházási statisztikájában. Emiatt a KSH statisztikában megjelenő állami beruházások szintjét várhatóan csak 2004-ben lassítja a kiadások jövőre várható visszafogása.

II. 1. 3 Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás

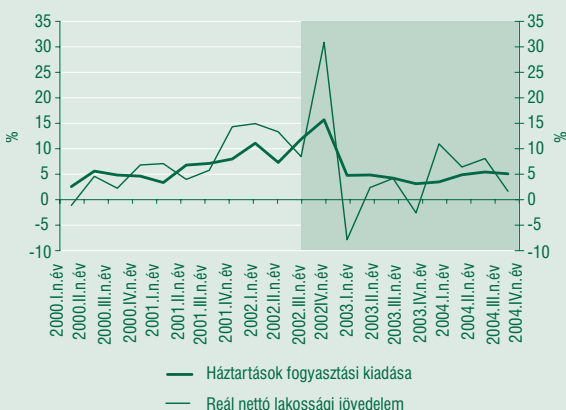
Előrejelzésünk szerint a fogyasztási kiadások reálértéke idén várhatóan 9,4%-kal emelkedik, ami a felhalmozási ráta növekedésével és a pénzügyi megtakarítási ráta csökkenésével párosul. A III. fejezetben leírt, 2003-ra feltételezett alacsony verseny-

II-4. táblázat: Jövedelem és fogyasztás éves növekedési ütemei (százalék)

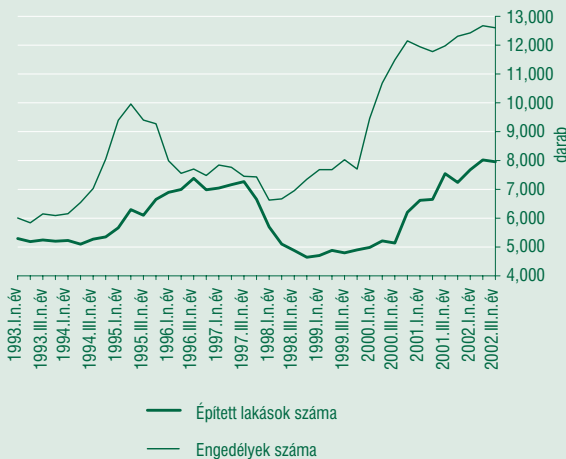
	Reál nettó lakossági jövedelem*	Fogyasztási kiadások volumene	Felhalmozási kiadások volumene
2002	12,6	9,4	20-30
2003	5,8	7,3	5-10
2004	5,1	3,9	0-5

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

II-4. ábra: A reál nettó lakossági jövedelem és a fogyasztási kiadások alakulása (évesített negyedéves növekedés)



II-5. ábra: Lakásépítés és építési engedélyek száma*



*Szezonálisan igazított adatok

szféra bérpályájához a fogyasztási kiadások volumenének 7,3%-os növekedése tartozik. 2004-ben a lakossági fogyasztási kiadások alap előrejelzése 3,9%.

A fogyasztási kiadások 2002-es prognózisa alacsonyabb az előző *Jelentésben* publikálnál. Ez elsősorban az azóta ismerté vált, korábbi előrejelzésünknel alacsonyabb második negyedéves fogyasztásnövekedésre vezethető vissza (az első féléves fogyasztás-növekedés 9,1%-os volt). A közalkalmazottak év végi jelentős béremelésének és a minimálbér adóterhének könnyítésének hatásait az indikátorok nem jelzik előre, ezért rövidtávú előrejelzéseinket is nagyobb mértékben a várt jövedelemre alapozzuk.¹⁴ A fentiek alapján a harmadik és a negyedik negyedévben a fogyasztási kiadások gyorsulásával számolunk, amelynek áthúzódó hatása 2003 első negyedévében is megjelenik¹⁵.

Mind a 2002-re, mind 2003-ra adott előrejelzésünket nagyban megnehezíti az idén év végén várható kiugró jövedelemnövekedés lakosságra gyakorolt hatásának megítélése. Ennek oka, hogy a váratlan többlet-jövedelmekre (minimálbér adómentessé tétele és az államháztartási szektorbeli béremelkedés) való fogyasztás simítás mértékére ilyen nagy jövedelemváltozás mellett még nincs megfigyelésünk. Előrejelzésünk szerint ezt a jövedelem-többletet a kevésbé „simító” háztartások kapják, ezért a modelljeinkben szereplő értéknél nagyobb fogyasztási hajlandóságot alkalmaztunk. Középtávon azonban a fogyasztás növekedése már a jövedelmek növekedésével összhangban alakul az előrejelzési horizont végéig.

A 2002 negyedik negyedévében jelentkező többletjövedelem elköltésének mértéke jelentősen befolyásolja ugyan a pénzügyi megtakarítási ráta 2002-es alakulását, azonban még a mérsékelt negyedik negyedéves fogyasztásnövekedés esetén is az várhatóan jóval alatta marad az előző évinek. A 2002-es felhalmozási kiadások növekedése és a felhalmozási ráta magasabb lehet korábbi előrejelzésünkhöz képest, amit az év első 9 hónapját jellemző alacsony pénzügyi megtakarítási hajlandóságra, a magas jövedelem- és az attól kissé elmaradó fogyasztásnövekedésre, valamint az ingatlanhitelek gyors növekedésére alapozunk.

A lakossági felhalmozási kiadások meghatározó részét a háztartások ingatlan beruházásai teszik ki. Mivel a lakosság felhalmozási kiadásait a KSH csak jelentős késéssel publikálja a lakossági jövedelemmérésben, ezért a tényeket az átadott lakások számával becsüljük, illetve a lakásépítési engedélyek számával jelezzük előre. Az új építési engedélyek száma 2002 első három negyedévében a korábbi évekhez képest stabilabban alakult. A lakások átlagos kivitelezési ideje egy-két év, így az építési engedélyek 2000-ben tapasztalt megugrása 2001 és 2002-ben jelentkezik az átadott lakások számában. Mind 2001-ben, mind 2002-ben az építési engedélyek számának növekedése mérséklődött az előző évhez képest. Figyelembe véve az átlagos kivitelezési időt 2003-ra 5-10%-os és 2004-re 0-5%-os felhalmozási kiadás növekedésével számolunk.

¹⁴ Ugyan a GKI lakossági bizalmi indexe a harmadik negyedévben eddig legmagasabb értékét vette fel, azonban az egy részről a fogyasztási kiadásokat az nem jelzi előre, hanem némi késéssel követi (lásd bővebben *MNB Hátértanulmányok 2001/2.*), másrészt a szeptemberi adat már csökkenést mutat.

¹⁵ A fogyasztási kiadásokhoz legszorosabban kötődő kiskereskedelmi forgalom alakulásáról még csak augusztusig áll rendelkezésünkre információ. Noha a havi adatok meglehetősen zajosak, azonban az augusztusi kiskereskedelmi forgalom megerősíti a fogyasztási kiadások harmadik negyedéves gyorsulására vonatkozó előrejelzésünket.

A 2002-es és 2003-as fogyasztási kiadások előrejelzésének bizonytalanságát a jövedelmek bizonytalan alakulásán túl nagymértékben befolyásolja, hogy 2002 negyedik és 2003 első negyedéve között milyen lesz a többlet jövedelemből származó fogyasztás elosztása, azaz a fogyasztássimítás mértéke. Amennyiben ezt a jövedelemtöbbletet feltételezésünkhöz képest is nagyobb fogyasztási hajlandósággal jellemezhető háztartások kapják, akkor a 2002-es fogyasztás magasabb, a 2003-as pedig alacsonyabb lehet az alap előrejelzésünknél.

II. 1. 4 Vállalati beruházások

A külső konjunktúra lassabb idei élénkülésével összhangban a vállalati beruházásokra vonatkozó prognózisunkat kismértékben lefelé módosítottuk. 2002-ben a vállalati beruházások szintjének 3,4 százalékos csökkenését várjuk, míg 2003-ban 3,0%-os, 2004-ben pedig 7,2%-os bővüléssel számolunk.

A vállalati beruházások szintjének 2000 vége óta tartó csökkenése a második negyedévi tényadat tanúsága szerint tovább folytatódott. 2002 első félévében a csökkenés mértéke 3,7% volt. A csökkenés üteme a korábbi időszakhoz képest alig lassult, ami arra utal, hogy az értékesítési kilátások jövőbeni megítélése nem javult számottevően az elmúlt negyedévben. A vállalati beruházásokon belül elsősorban a külső konjunktúrára érzékeny feldolgozóipari beruházások szintje csökkent, még hozzá olyan mértékben, amelyre 1995 óta nem volt példa. A szolgáltatás ágazatban a vállalati beruházások stagnáltak.

A vállalati beruházások rövidtávú alakulásának megítélésében továbbra is nagyfokú a bizonytalanság. A hazai üzleti várakozások a harmadik negyedévben a GKI felmérése szerint javultak, ami azonban nagy valószínűséggel (a mutató feltételezett utóidejűsége miatt) inkább csak az év eleji ipari fellendülés utólagos hatását tükrözi.¹⁶ A Kopint-Datorg konjunktúra felmérése ezzel szemben azt mutatja, hogy az üzleti bizalom gyengült a harmadik negyedévben.

A bizonytalanságot érzékelteti, hogy a Kopint felmérésében az általunk figyelt két kapacitás-kihasználtsági mutató az időszak végén épp ellentétesen alakult. Egyrészt, a feldolgozóipari kapacitások kihasználtsága, amely a vállalati beruházások szempontjából központi jelentőségű mutató, csökkenni kezdett. Az adatok revíziójának eredményeképp az elmúlt negyedévekre jellemző növekvő kapacitás-kihasználtság már nem mutatható ki az idősorban, ehelyett az év első felében csak stagnálás látható. Másrészt, a kapacitás-kihasználtság alakulására vonatkozó várakozások továbbra is optimisták: a felmérés szerint növekedett azon vállalatok részaránya, amelyek növekvő kapacitás-kihasználtsággal számolnak a jövőben.

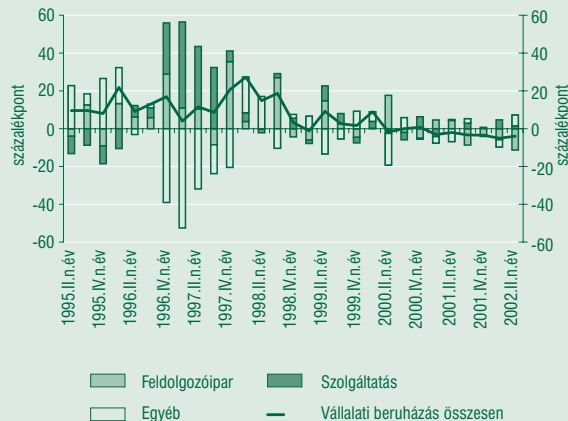
A beruházási import a második negyedévben a korábbi időszak dinamikus növekedése után már csak stagnált, ami – tekintettel az állami és lakásberuházások importigényére – a vállalati beruházások csökkenését valószínűsíti. Továbbra sem ítéltető meg egyértelműen tehát, hogy elértük-e már a beruházások visszaesésének mélypontját.

Számításaink szerint 2002-ben a vállalati beruházások dinamikája a külső kereslet vártnál lassabb élénkülésének eredményeképp elmarad majd az augusztusi prognózisunktól. A má-

¹⁶ A GKI és a Kopint vállalati konjunktúra felméréseinek előrejelző képességéről ld. 2002/3 számú MNB Háttér tanulmányt.

II-6. ábra: A vállalati beruházások ágazatos összetétele*

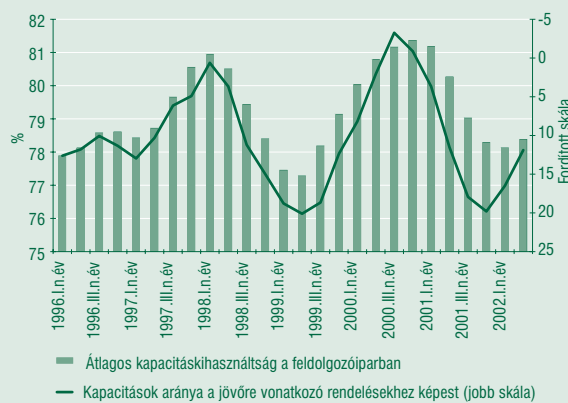
(negyedév / negyedév évesített növekedési hozzájárulások)



* Mind a vállalati beruházás, mind komponenseinek időszora MNB becslés (ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*).

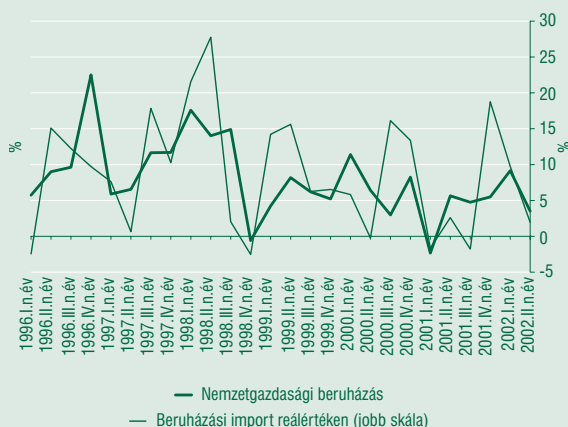
II-7. ábra: Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban

(KOPINT felmérés)



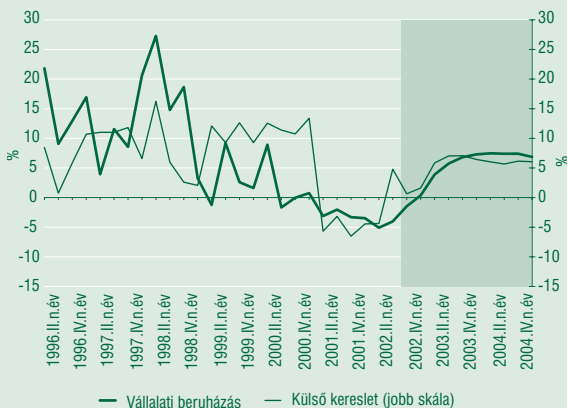
II-8. ábra: A nemzetgazdasági beruházás és beruházási import

(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)



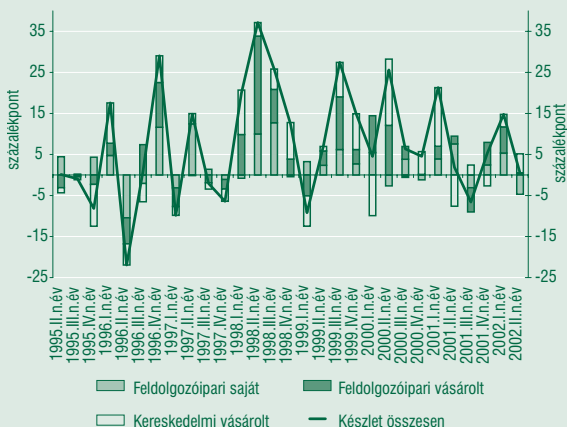
II-9. ábra: Vállalati beruházás előrejelzés és a külső kereslet

(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)



II-10. ábra: Az feldolgozóipari és a kereskedelmi készletállomány változása

(évesített negyedév / negyedév növekedési hozzájárulások)



sodik negyedévi, vártnál alacsonyabb tényadat figyelembevételével 2002-re a vállalati beruházások szintjének csökkenését valószínűsítjük. Várakozásaink szerint a vállalati beruházások csak 2003-ban, a külső konjunktúra élénkülésével összhangban indulnak növekedésnek.

II. 1. 5 Készletberuházás

A második negyedévi GDP adatok szerint a „készletváltozás és statisztikai hiba” tétel igen jelentős mértékben 3,1, százalékponttal csökkentette a GDP növekedést az előző évhez képest. A KSH a készletváltozásra vonatkozó információk mellett ezen a soron jeleníti meg a kétféle, termelési és felhasználási oldali GDP elszámolás eltérését is. A két tételt azonban nem különíti el, így a készletek elemzésére egyéb statisztikákat használunk.

A közvetlen készletstatisztikai idősort historikusan vizsgálva szembevetendő, hogy az összes készletállomány az 1995 óta eltelt időszakban fokozatosan növekedett és a készletállomány szintjének csökkenése csak ritkán volt megfigyelhető.¹⁷ A készletállomány növekvő trendje összefüggésben áll a termelés szintjének folyamatos bővülésével. Az augusztusi *Jelentésben* ugyanakkor megemlítettük, hogy az elmúlt években a készletállomány bővülési üteme elmaradt a termelés növekedésétől (a készletállomány/termelés arány csökkent), amit valószínűleg az értékesítési-termelési hálózatok fejlődése tett lehetővé.

A múltban azt figyeltük meg, hogy a készletállomány szintjének ritka csökkenése az értékesítési nehézségekkel küzdő vállalatok alkalmazkodását mutatta. Az elmúlt öt évben a készletek szintje csak két negyedévben csökkent a megelőző negyedévhez képest: 1999 első és 2001 harmadik negyedévében, azaz az orosz válság és a jelenlegi dekonjunktúra idején. Ezekben az időszakokban a vállalatok vélhetően úgy ítélték meg, hogy a készleteik szintje a várható értékesítésükhöz képest túlságosan magas, és a készletek fenntartásával járó költségeket a készletállományuk leépítésével csökkentették.

A KSH közvetlen készlet-statisztikája szerint az idei második negyedévben a készletállomány összehasonlító áron gyakorlatilag stagnált. Mivel 2001 azonos időszakában ugyanez volt a helyzet, ezért becslésünk szerint a „valódi” készletváltozás tétel éves növekedési hozzájárulása a GDP alakulásához nem lehetett jelentős az elmúlt negyedévben. Ennek alapján úgy véljük, hogy a GDP felhasználási oldalán 2002 második negyedévében a „statisztikai hiba” okozott jelentős csökkenést.

A készletállomány második negyedéves stagnálása azt mutatja, hogy a vállalatok továbbra sem derülátóak a jövőbeni értékesítési kilátásaikat illetően. Ráadásul a feldolgozóipar készletállomány szintje eközben csökkent, ami az ágazat exportorientáltsága miatt azt jelzi, hogy a hazai vállalatok a külső értékesítési lehetőségeik romlására számítanak.

II. 1. 6 Külkereskedelem

A külkereskedelmi folyamatokat leginkább a külső konjunktúra fellendülésének lassúsága, a tavaly megindult reálfelértékelődés hatásának kibontakozása, valamint a belföldi felhasználás dinamikája határozza meg. 2002-ben az áru- és szolgáltatás

¹⁷ A folyó áras KSH készletállomány-statisztika deflálásának nehézségeiről ld. a *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*.

exportban 4,8, az importban 8,4 százalékos éves bővüléssel számolunk centrális prognózisunkban, 2003-ban az export illetve import növekedés mértéke 5,7 illetve 7,1, 2004-ben pedig 9,7 és 8,7 százalék lesz.¹⁸

Az első félév magas növekedési ütemei, amint azt már előző *Jelentésünkben* is írtuk, még nem a konjunkturális helyzet alakulását tükrözték, hanem egyedi tényezők miatt álltak elő. A második félévben az áruexport növekedésében már tükröződik a korábban prognosztizáltnál gyengébb külső kereslet hatása. Ráadásul az év folyamán az idegenforgalmi bevételek alacsony volta miatt a szolgáltatásexport volumene az áruexporttól jóval elmaradó mértékben nő, így a nemzetgazdasági exportban az első félév magas áruexport-növekedése ellenére is alacsonyabb növekedést várunk 2002-re, mint előző *Jelentésünkben*. 2003-ban, főként a korábban számítottnál magasabb reálfelértékelődés következtében az export növekedésének mértéke szintén alacsonyabbra várható – akár 2 százalékponttal is – az augusztusi prognózisunkban adottnál. Élénkülés 2004-ben valószínű, amikor a külső kereslet erősebb húzása mellett a korábbi reálfelértékelődés hatása kisebb lesz.

Az importpályát meghatározó tényezők közötti változások hatása összetettebb. A belföldi felhasználás bővülése 2002-ben alacsonyabb lesz, mint előző prognózisunkban szerepelt, az év elejének egyedi tényezői miatt az import éves növekedése mégsem csökken számottevően. 2003-ban azonban magasabb lakossági fogyasztás és jóval alacsonyabb állóeszköz-felhalmozás mellett a belföldi felhasználás nagyjából a korábban előrejelzettnek megfelelően alakul, két komponensének eltérő importvonzata miatt azonban az import növekedése egy teljes százalékponttal is alacsonyabb lehet korábbi prognózisunknál. 2004-től az élénk külső konjunktúra miatt a gazdasági növekedést már inkább az export, semmint a belső kereslet vezérli. Ez utóbbi növekedési üteme 2003-hoz viszonyítva jelentősen csökken, de az import bővülése magas maradhat a növekvő export magasabb importvonzata miatt.

Az export alacsonyabb bővülése mellett az import kevésbé visszafogott növekedése 2002-2003-ban a kereskedelmi mérleg romlása irányába hat. A deficit 2004-ben is magas marad, de a növekedési ütemek alapján az export már dinamikusabban nő az importnál, ugyanis a belföldi kereslet 2003-hoz képest tovább lassul.

II. 1. 7 Külső egyensúly

A folyó fizetési mérleg hiányát az előző *Jelentésben* előrejelzettnél magasabbra becsüljük erre az évre és jövőre is. A korábban becsülnél nagyobb mértékű mérleghiány az államháztartás finanszírozási igényének növekedésével és a lakosság alacsonyabb nettó finanszírozási kapacitásával magyarázható.

2002-re a folyó fizetési mérleg hiányát 3,5 milliárd euróra (a GDP 5,2 százalékára) prognosztizáljuk. Ennek egyik oka, hogy 2002-ben becsülésünk szerint az államháztartás finanszírozási szükséglete a GDP arányában közel 3 százalékkal nő. A lakos-

¹⁸ Előrejelzéseink lezárásakor érkeztek be a szeptember havi folyó áras külkereskedelmi adatok. Ezek megfelelnek várakozásainknak: becsülésünk szerint a harmadik negyedévben az export értéke stagnálást, az importé viszont növekedést mutat. 2002 első három negyedévében becsült harmadik negyedévi egységérték-indexek felhasználásával az export mintegy 5,5, míg az áruimport 7,5 százalékkal bővült.

II-11. ábra: A nemzetgazdasági export és import szintje



II-5. táblázat: A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége
(a GDP százalékában)

	2001	2002	2003	2004
	becslés	előrejelzés		
I. Államháztartás*	(-5,0)	(-7,8)	(-6,6)	(-5,1)
II. Magánszektor (1.+2.)	3,5	2,8	1,4	0,2
1. Háztartások	5,2	2,6	2,2	2,0
2. Vállalati szektor**	(-1,7)	0,2	(-0,8)	(-1,8)
Finanszírozási igény (I.+II.)***	(-1,5)	(-5,0)	(-5,2)	(-4,9)
Folyó fizetési mérleg egyenlege	(-2,1)	(-5,2)	(-5,5)	(-5,2)
– milliárd euróban:	(-1,2)	(-3,5)	(-4,0)	(-4,1)

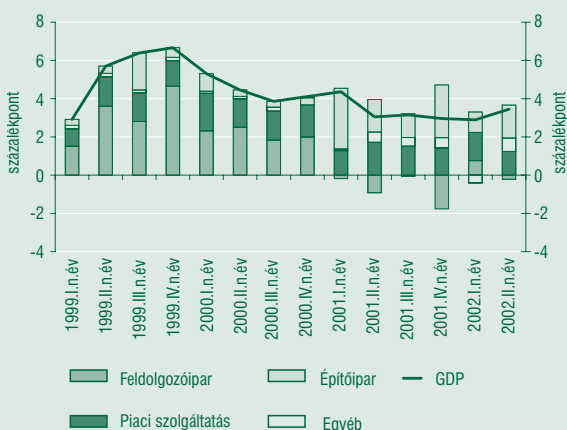
A 2002-ben érvényes fizetési mérleg módszertan szerint készült.

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

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

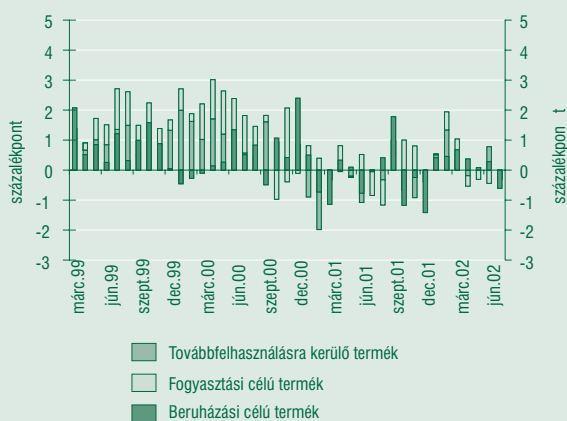
*** Pénzforgalmi, mérlegszemléletű elszámolás. A külső finanszírozási igény tartalmazza a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlegét is.

II-12. ábra: A GDP termelési oldalának összetétele*
(negyedév / negyedév évesített növekedési hozzájárulások)



* Az „egyéb” kategória a bányászat és energiapiar mellett az állami szektor hozzáadott értékét tartalmazza.

II-13. ábra: Az ipar termelés növekedésének rendeltetés szerinti csoportosítása
(negyedév / negyedév évesített növekedési hozzájárulások)



* simított adatok

sági megtakarítói pozíciójának csökkenése a magánszektor nettó pozíciójának kis mértékű változását eredményezi. Az előző évinél alacsonyabb gazdasági növekedés mellett a lakosság fogyasztása és felhalmozása nagyobb mértéken bővül, mint a rendelkezésre álló jövedelme. A vállalatok GDP arányos nettó pozíciója az előző évhez viszonyítva kis mértékben változik, mert a rendelkezésre álló jövedelmük becslésünk szerint nem tér el az előző évi GDP arányos értéktől, miközben felhalmozási kiadásait csökkentik és a készleteiket is leépitik.

2003-ra a GDP arányában a külső finanszírozási igény kis mértékű növekedésével számolunk. Az államháztartás finanszírozási igénye a GDP arányában mintegy 1,2 százalékkal csökken. A magánszektor finanszírozási képessége ennél némileg nagyobb mértékben romlik. A lakosság nettó megtakarítása a GDP arányában tovább csökken, mert a fogyasztás és felhalmozás növekedése meghaladja a rendelkezésre álló jövedelem előző évinél alacsonyabb, de még mindig magas növekedési ütemét. A vállalati szektor a kedvező külső konjunktúra következtében növeli felhalmozási kiadásait és így finanszírozási igénye kis mértékben nő.

2004-re a GDP arányában már nem számolunk további külső finanszírozási igény növekedéssel. Feltevésünk szerint az államháztartás finanszírozási igénye a GDP arányában 1,5 százalékkal csökken. A magánszektor finanszírozási kapacitása becslésünk szerint csökken, mert a vállalati szektor felhalmozása az üzleti ciklussal élénkül, ami növeli a finanszírozási igényét.

II. 2 Termelés

Termelési oldalon mind a feldolgozóipar, mind a szolgáltatások hozzáadott értékére vonatkozó prognózisunkat lefelé módosítottuk az augusztusi *Jelentésben* szereplőhöz képest. Várakozásaink szerint a feldolgozóipari hozzáadott érték 2002-ben kismértékben csökken, 2003-ban és 2004-ben pedig 4,7%-os illetve 7,0%-os ütemben bővül majd. A prognózisunk módosításában egyrészt a külső keresleti előrejelzés változása, másrészt a vártnál kisebb második negyedévi tényadat játszott szerepet. A szolgáltatások esetében 2002-ben 4,0, 2003-2004-ben 4,5 százalék körüli bővüléssel számolunk, amely ütem jelentősen elmarad a korábban feltételezettől.

A termelési oldal második negyedévi folyamatait továbbra is az ipar stagnálása és a piaci szolgáltatások valamint az építőipar hozzáadott értékének dinamikus növekedése jellemezte. A feldolgozóipari bruttó termelés az elmúlt fél évben alig növekedett, az augusztusi kibocsátás a márciusi szint közelében mozgott.¹⁹ Az év eleji váratlan növekedés, amelyet a gépipari ágak (ezen belül a mezőgazdasági gépgyártás, és a járműipar) bővülése idézett elő, az elmúlt hónapokban lelassult. Ez megerősíti azt a feltételezésünket, miszerint a hazai termelés a külső konjunktúra alakulásától tartósan nem szakadhat el. A hazai feldolgozóipari termelés és a belső konjunktúra gyenge kapcsolatára utal az is, hogy az elmúlt hónapokban a fogyasztási cikkek termelése folyamatosan csökkent.

¹⁹ Előrejelzéseink lezárásakor érkezett be a szeptember havi előzetes ipari termelés adat. Ez dinamikus növekedést mutat ugyan, negyedéves szinten a bővülés mértékével együtt is mérsékelte.

A Kopint-Datorg konjunktúra felmérésének eredményei azt mutatják, hogy a rövid távú termelési kilátások megítélése a harmadik negyedévben romlott. A vállalatok várakozásai szerint, mind a belföldi, mind a keleti piacokra irányuló export-értékesítési lehetőségeik romlanak a következő hónapokban. Az EU-ba irányuló export kilátásaikat a vállalatok a megelőző időszakéhoz hasonlóan ítélik. Bár a konjunktúra mutatók előrejelző képessége a fordulópontok körül általában romlik, a korábbi időszakra jellemző optimista várakozások megváltozása a feldolgozóipari termelés további lassulását sugallja az év hátralevő részében.

A feldolgozóipari hozzáadott érték szintje a második negyedévben, várakozásainkkal ellentétben kismértékben csökkent az előző negyedévhez képest. Az év első felében 1,0%-kal maradt el a tavalyi szinttől. Ezzel tovább növekedett a bruttó termelés és a hozzáadott érték dinamikája közötti különbség. Az eltérést az okozza, hogy a feldolgozóipari termelésen belül azon ágazatok kibocsátása növekszik, amelyeknek a hozzáadott érték aránya relatíve kisebb (például gépipar). Mivel véleményünk szerint az ipari fellendülésnek a közeljövőben is a gépipar lesz a húzóágazata, ezért előrejelzésünkben a bruttó kibocsátás és a hozzáadott érték közötti rés fennmaradásával számolunk.

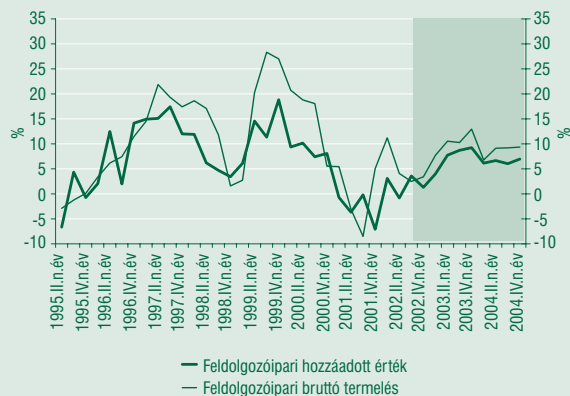
Előrejelzésünk szerint a feldolgozóipari hozzáadott érték szintje 2002-ben 0,5% körüli mértékben csökken. Augusztusban még kismértékű növekedést prognosztizáltunk, azonban a vártnál alacsonyabb második negyedévi tényadat és a mérsékeltebb külső keresleti prognózis a feldolgozóipari konjunktúra lassabb élénkülését valószínűsíti az év hátralevő részében. 2003-ban a külső konjunktúra alakulásával összhangban 3-6 százalékos, 2004-ben pedig 5-9 százalék közötti hozzáadott érték bővüléssel számolunk.

A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke a második negyedévben is 4 százalék körüli ütemben bővült. A növekedés üteme ugyanakkor a korábbi időszakhoz képest csökkent. Az augusztusi prognózisunkban a növekedés gyorsulásával számoltunk, amelyet a fogyasztási kereslet bővülésével indokoltunk. A második negyedévi tényadat ezzel szemben azt mutatta, hogy a fogyasztási kereslet hatása a piaci szolgáltatások alakulására lényegesen kisebb az általunk korábban feltételezettnél. Ezt támasztja alá a piaci szolgáltatások növekedésének ágazatos megbontása is. A lakossági fogyasztás által közvetlenül befolyásolt kereskedelem és vendéglátó-ipari ágazat hozzáadott értéke a második negyedévben csak kismértékben, a korábbi időszakoktól elmaradó ütemben emelkedett.

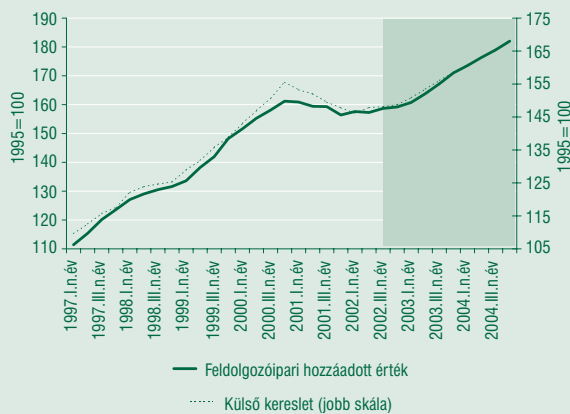
A fenti tényezők figyelembevételével 2002-ben a piaci szolgáltatások növekedése várhatóan csak 4%, 2003-ban és 2004-ben pedig 4,5% körül alakul majd.

Bár az építőipari ágazat hozzáadott értéke a teljes GDP-nek csak mintegy 5 százalékát adja, 15 százalékot meghaladó növekedési ütemével mégis jelentős mértékben járult hozzá a GDP bővüléséhez az elmúlt időszakban. Az építőipar dinamikus növekedése a második negyedévben is fennmaradt, de a növekedés üteme a korábbi negyedévhez képest lassult. Csökkent az építőipar új szerződéseinek állománya, ami arra utal, hogy elértük az építőipari konjunktúra csúcspontját. Az építőipari konjunktúrát az állami finanszírozású útépítési beruházások és a lakásépítések magas szintje együttesen erősí-

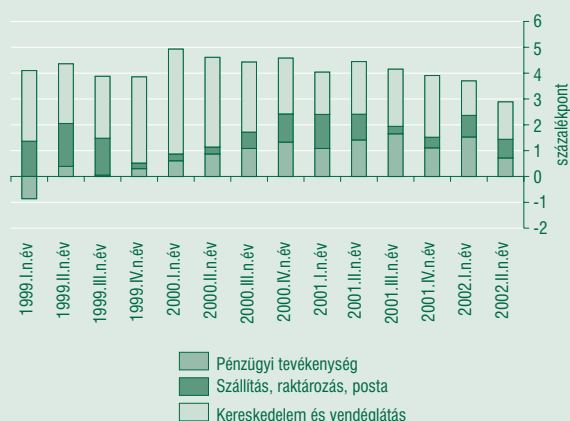
II-14. ábra: Bruttó termelés és hozzáadott érték a feldolgozóiparban
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



II-15. ábra: A feldolgozóipari hozzáadott érték és a külső kereslet prognózisa

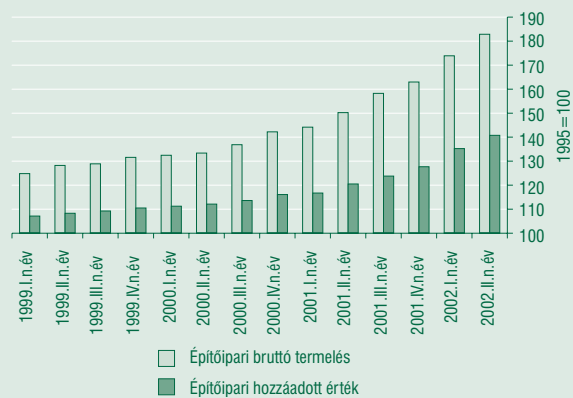


II-16. ábra: A piaci szolgáltatás hozzáadott érték növekedésének ágazati megoszlása
(negyedév / negyedév évesített növekedési hozzájárulások)



II-17. ábra: Az építőipari bruttó termelés és hozzáadott érték alakulása

(1995=100)



ti. Mivel ezen két tényező számottevő mérséklődésére csak 2003-tól számítunk, ezért várakozásaink szerint az építőipari hozzáadott érték magas növekedési üteme az év folyamán fennmarad. Prognózisunkban 2002-ben 15 százalék fölötti, 2003-ban 10, 2004-ben 5 százalék körüli építőipari bővüléssel számolunk.

III. Munkapiac és versenyképesség

2002 közepén is magas bérnövekedés jellemezte a versenyszektort, vagyis továbbra sem mutatkoztak az alacsonyabb inflációs környezethez való béralkalmazkodás hangsúlyosabb jelei.²⁰ Az előző *Jelentés* készítése óta beérkezett tényadatok a korábbi tendenciák folytatódását jelzik: a feldolgozóiparban a bérinfláció csak enyhén lassult, miközben a foglalkoztatottak száma tovább esett; a piaci szolgáltatásokban a foglalkoztatás bővülése mellett magas szinten stagnált a bérnövekedés dinamikája.

Bár 2002-ben a forint euróhoz vett nominális felértékelődésének tendenciája megállt, a továbbra is magas bérdinamika és a mérsékelt termelékenységnövekedés következtében folytatódott a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam felértékelődése, a versenyképesség romlása.

Jövő évre vonatkozó számításaink a Monetáris Tanács kérésére az előző *Jelentéshez* hasonlóan arra a feltevésre épülnek, hogy a vállalkozói szektorban a bruttó béreket igen mérsékelten emelik. A bruttó bérnövekedésre adott feltételes előrejelzésünk azonban a korábbi 5% körülről 6%-ra emelkedett a Kormány által javasolt bruttó béremelés növekedésének megfelelően.

2004-es előrejelzésünk arra épül, hogy a gazdasági növekedés élénkülését és a termelékenység javulását figyelembe véve ebben az évben nem indokolt a 2003-as feltételes pályánál ala-

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

	MNB becslés		Előrejelzés			
	2001	augusztusi <i>Jelentés</i>		aktuális <i>Jelentés</i>		
		2002	2003	2002	2003	2004
<i>Feldolgozóipar</i>						
foglalkoztatottság*	-0,7	-2,2	-0,2	-1,8	-0,6	1,3
bérinfláció	14,4	12,0	4,8***	12,3	5,7***	5,1***
ULC **	9,7	7,5	-2,4	9,2	0,1	-1,4
<i>Piaci szolgáltatások</i>						
foglalkoztatottság*	2,9	1,0	0,9	1,4	1,2	1,2
bérinfláció	14,7	13,9	5,2***	14,4	6,3***	6,8***
ULC **	11,1	8,2	0,9	9,8	2,5	3,2
<i>Feldolgozóipar + piaci szolgáltatások</i>						
foglalkoztatottság*	1,1	-0,6	0,4	-0,2	0,3	1,2
bérinfláció	14,5	13,0	5,0***	13,4	6,0***	6,0***
ULC **	10,2	7,6	-0,6	9,3	1,3	1,1

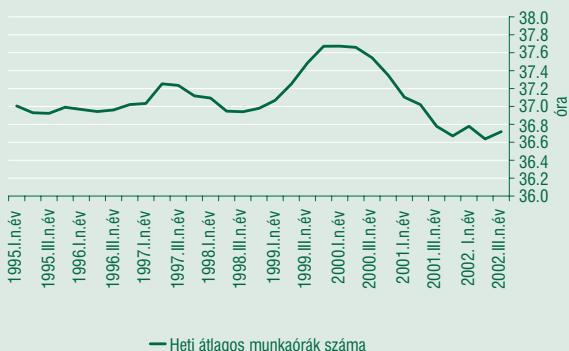
* A Jelentésben a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámváltozását korrigáljuk, (ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*).

** ULC: termékegységre (hozzáadott-érték) jutó munkaerő-költség nominális növekedése.

*** Feltételezés.

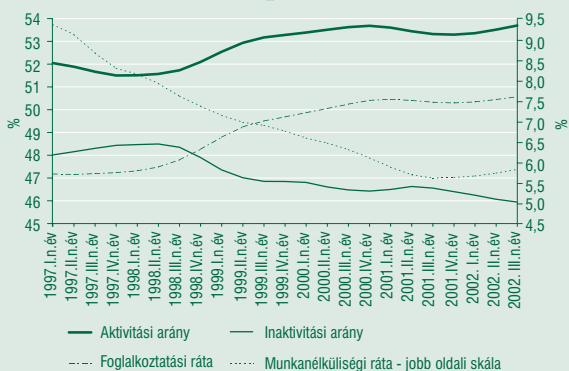
²⁰ A III. fejezetben végig a versenyszféráról beszélünk; az állami szektor munkapiaci folyamatait a II.1.2 fejezetben mutattuk be.

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



* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított, szezonálisan igazított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Augusztusig tényadatok, a szeptemberi adatot statisztikai módszerrel becsültük.

III-2. ábra: Főbb munkapiaci mutatószámok*



*A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján. Szezonálisan igazított és simított adatok.

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



*Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerekkel átszámított, szezonálisan igazított adatok (az alapadatok forrása: KSH).

csenyebb nettó reálbér növekedést feltételezni. Előrejelzésünkben így mind a bruttó, mind a nettó nominális bérek 6%-kal emelkednek.

III. 1 A munkaerő kihasználtsága

Az elmúlt két év folyamait figyelembe véve úgy tűnik, hogy 2002 nyarára megállt az átlagosan ledolgozott munkaórák számának, vagyis a munkaerő-felhasználás intenzitásának csökkenése a feldolgozóiparban. Ez azért fontos, mert az átlagos munkaóraszám alakulása általában érzékeny előrejelzője a munkaerő-kereslet, a foglalkoztatás változásának. Az időszor zajossága miatt azonban még nem dönthető el egyértelműen, hogy a trendforduló melyik negyedévre tehető.

2002 harmadik negyedévében enyhe növekedést mutatott a foglalkoztatási ráta, a munkavállalási korú népességben belül kissé emelkedett a gazdaságilag aktívak aránya és mérséklődött az inaktivitás.

A feldolgozóiparban a harmadik negyedévben is folytatódott a létszám visszaesése, amely - az év eleji átmenetinek bizonyult növekedéstől eltekintve - 2000 vége óta folyamatos.²¹ A feldolgozóiparon belül azonban eltérő tendenciák alakultak ki: a gépiparban már inkább stagnált a létszám az előző évi csökkenést követően, míg a többi ágazatban továbbra is mérséklődött.

A piaci szolgáltató szektorban a foglalkoztatás bővülésében is tükröződik a lakossági kereslet gyors növekedése miatt élénkebb belföldi konjunktúra. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások nagyon heterogének, és azoknál a tevékenységeknél, amelyek feltehetően nagyobb részt az üzleti konjunktúrával állnak összefüggésben, 2002 folyamán a foglalkoztatás növekedése megállt (például az ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás ágazatcsoportban létszámcsökkenés mutatkozott).

2002-ben a feldolgozóiparban a foglalkoztatás szintje korábbi becsléseinknél kissé magasabb az új tényadatok és az időszor revideálódása miatt. 2003-ra az augusztusi előrejelzésnél alacsonyabb külső keresletet feltételezünk és ezzel összhangban a feldolgozóipari foglalkoztatásra adott prognózisunkat is kissé lefelé módosítottuk. A jövő év második felétől azonban már létszámnövekedésre számítunk, ami meghatározza 2004-es prognózisunkat is.

A szolgáltatásokban - a feldolgozóiparhoz hasonlóan - az új tényadatok és az időszor revideálódása miatt korábbi becslésünknel 2002 egészében kissé magasabb szintű foglalkoztatás mutatkozik. Jövőképünk a meghatározó belföldi keresletről lényegében nem változott, a szolgáltatások területén mind 2003-ban, mind 2004-ban kiegyensúlyozottan növekvő foglalkoztatással számolunk. A kisebb létszámbővülés irányába mutató bizonytalanságot jelentenek ugyanakkor az üzleti kereslet alakulásával kapcsolatban álló szolgáltató tevékenységekben tapasztalható tendenciák.

Mindezeket figyelembe véve a versenyszférabeli foglalkoztatottság 2002-ben várhatóan kissé mérséklődik, 2003-ban enyhén, 2004-ben pedig jelentősebben bővül.

²¹ Az intézményi munkaügyi statisztika alapján. Augusztusig KSH tényadatok alapján, a szeptemberi adatokat statisztikai módszerrel becsültük.

III. 2 Munkaerő-tartalékok és szűkösség

2002 harmadik negyedében növekedett a munkanélküliek aránya, ami tendencia-változást is jelenthet az elmúlt egy évet jellemző stagnálás után.²² Az eddigiekben ugyanis az egyes szektorokban megfigyelhető létszám-csökkenés inkább az inaktivitás emelkedésében csapódott le.

A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma a harmadik negyedévben enyhén emelkedett, miközben a bejelentett üres álláshelyek száma tovább mérséklődött.

Mindezeket figyelembe véve korábbi prognózisunkhoz hasonlóan a versenyszektor aggregált szintjén nem számolunk kapacitásszűkösséggel. Ugyanakkor jelei mutatkoznak annak, hogy bizonyos szektorokban, szakmákban illetve régiókban szűk keresztmetszetek alakultak ki, és ez hatást gyakorolhat a bérinflációra is.²³

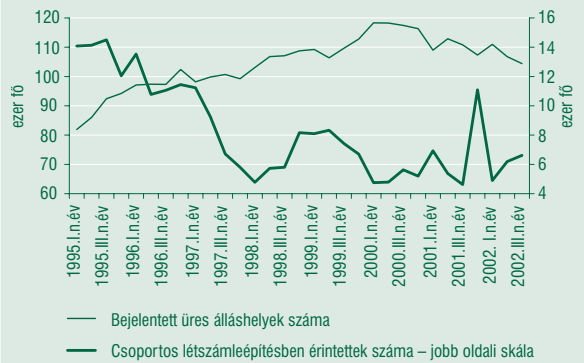
III. 3 Bérinfláció

Az utóbbi hónapok adatai szerint a forint árfolyamsávjának szélesítése után több mint egy évvel sem mutatkoznak a nominális béralkalmazkodás hangsúlyosabb jelei, a bérinfláció csak lassan mérséklődik.

A harmadik negyedévben az előző *Jelentésben* szereplő becslésünket kismértékben meghaladó volt a bérinfláció mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásokban, ami kissé óvatosabb várakozásokat indokol az év hátralévő részére.²⁴ Az újabb adatok felhasználásával újrabecsültük a minimálbér-emelések valódi bérnövelő hatását is, melynek eredményeként kissé emelkedett a piaci szolgáltatások múltbeli bérinflációjára adott becslésünk.²⁵

Előrejelzéseink az elmúlt egy évben arra a közgazdasági megfontolásra alapultak, hogy a gyenge külső konjunktúra, a forint felértékelődése és a vártnál gyorsabb dezinfláció a jövedelmezőségen keresztül a nominális munkaerő-költség növekedés fékezésére kényszeríti a vállalkozásokat, különösen a feldolgozóiparban. A nominális béralkalmazkodás azonban korábbi feltételezéseinknél lassabbnak bizonyult. *Jelentéseinkben* részletesen bemutatunk már azokat a tényezőket, amelyek a továbbra is magas bérinflációt magyarázhatják (relatív bérszintek hatása, szűk keresztmetszetek, minimálbér-emelés hatása, mérleg csatorna hatás, a rövid távú alkalmazkodás alternatív lehetőségei). A 2001. évi társasági adóbevallások előzetes adatai ugyanakkor igazolták azon várakozásainkat, amelyek szerint a feldolgozóipar aggregált szintjén a jövedelmezőség jelentősen csökkent. Az adatok szerint azonban a feldolgozóiparon belül nagyfokú heterogenitás mutatkozott a jövedelme-

III-4. ábra: A bejelentett üres álláshelyek és a csoportos létszámleépítésben érintettek száma*



*Az adott negyedévben beérkezett bejelentések, illetve az azokban érintettek száma, szezonálisan kiigazított adatok (az alapadatok forrása: Foglalkoztatási Hivatal). Augusztusig tényadatok, a szeptemberi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

²² KSH Munkaerő-felmérés alapján.

²³ A Hay Group 200 vállalat körében elvégzett szeptemberi jövedelemszint-felmérésében a vállalatok 60%-a jelezte, hogy a munkaerőpiacon mennyiségi és minőségi korlátokba ütközik. Ld. Világgazdaság 2002. október 16.

²⁴ Augusztusig KSH tényadatok alapján, a szeptemberi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

²⁵ A minimálbér-emelések miatt végzett korrekcióról részletesen ld. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához.

zóság alakulásában illetve a romlás mértékében a különböző tevékenységcsoportok között, ami hozzájárulhatott a béralkalmazkodás késéséhez.

Mindezeket figyelembe véve 2002-es prognózisunkban legvalószínűbb esetként 13,4%-os bérinflációval számolunk. Mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásokban az év hátralévő részében valamelyest mérséklődő bérinflációt várunk, így az év egészére a feldolgozóiparban 12,3% körüli, a piaci szolgáltatásokban pedig 14,4% körüli bérnövekedést valószínűsítünk.

2003-ra, előző *Jelentésünkhöz* hasonlóan, a Kormány közép-távú programjából kiindulva, a versenyszférabeli bruttó bérek igen mérsékelt emelkedését feltételezzük. A feltételezés lényege, hogy a Kormány bruttó béremelési javaslata az Érdekegyeztető Tanácsban elfogadásra kerül, és hogy a személyi jövedelemadó csökkentés hatását a nettó jövedelmek alakulására a munkapiaci szereplők figyelembe veszik. Ugyanakkor a versenyszektor éves átlagos bérinflációjára előző *Jelentésünkben* adott 4-5%-os feltételes előrejelzésünket 6%-ra emeltük.²⁶ Tekintettel arra, hogy az elmúlt években az országos bérmegállapodásban szereplő ajánlások maximuma körül vagy azt meghaladóan alakultak a béremelések, a Kormány 3-4,5%-os ajánlását így értelmezve az éves átlagos bérnövekedésre adott feltételes előrejelzésünk – az 1-2 százalékpontos áthúzódo hatást is figyelembe véve – 6%-ra emelkedett.

2004-es – az előző évre adott feltételes előrejelzéssel konzisztens – prognózisunk arra épül, hogy a gazdasági növekedés élénkülését és a termelékenység növekedését figyelembe véve nem indokolt az előző évinél alacsonyabb nettó reálbér növekedést feltételezni az egyéni béremelések tekintetében. Hivatalos döntés hiányában azt feltételezzük, hogy az esetleges újabb adóintézkedések 2004-ben hatásukban semlegesek lesznek. 2004-re így mind a bruttó, mind a nettó nominális bér előrejelzésünk 6,0%.

2003-as bérinflációs feltevésünk egy magasabb bérnövekedés irányába mutató bizonytalanságot hordoz. Becsléseink szerint a nettó és bruttó bérek növekedése között csak egyszer, 1997-ben mutatkozott a 2003. évihez hasonló mértékű, a nettó bérek javára mutató elnyílás. Az adatok szerint azonban ez nem okozott olyan törést a bruttó bérek növekedési ütemének fokozatos – az infláció mérséklődésével párhuzamos – csökkenésében, mint amelyet most 2003-ra feltételezünk a nettó bérek alakulása által meghatározott prognózisunkban.²⁷ Az Érdekegyeztető Tanácsban a bér ajánlásról folyó tárgyalások kimenetele jelenleg igen bizonytalan. Bár egy vállalkozások körében végzett felmérés (TÁRKI) szerint a jelenlegi bérnövekedés és a jövőben várható bérnövekedés közötti különbség 2002 folyamán folyamatosan nő, a felmérés eredményei vizsgálataink szerint – a nemzetközi tapasztalatoknak megfelelően – inkább csak rövid távú előrejelző képességgel rendelkeznek. Ugyanakkor az októberi felmérésben a júliuséhoz képest nőtt azon vállalkozások aránya, akik az átlagnál kisebb bérnövekedést várnak (ld. V. 1 fejezet).²⁸

²⁶ Korábbi előrejelzésünkben a 4-5%-os éves átlagos bérnövekedésben a kormányprogramnak megfelelő 3%-os bruttó béremelés és az előző évi béremelések 1-2 százalékponttal tehető áthúzódo hatása tükröződött. A bértárgyalásokra benyújtott kormányzati ajánlás időközben 3-4,5%-ra módosult.

²⁷ Meg kell azonban jegyezni, hogy 1997-ben feltehetően nem kapott a jelenlegihez hasonló hangsúlyt a bértárgyalásokon a nettó bérek gyorsabb növekedése.

²⁸ A TÁRKI Inflációs várakozások felmérése 2002. október

Becsléseink szerint idén az átlagos munkaerőköltség a munkáltatók által a bruttó bérek után fizetett társadalombiztosítási járulék csökkentése miatt a bérinflációnál mintegy 1,5 százalékponttal lassabban emelkedik.²⁹ Jövőre a Parlamenthez benyújtott javaslat szerint a bruttó béreken felüli munkaerőköltség-tételek közül a tételes egészségügyi hozzájárulás mérséklődik, ami a bérinfláció dinamikájánál mintegy 0,4 százalékponttal kisebb átlagos munkaerő-költség növekedést okoz.³⁰ 2004-es előrejelzésünkben konkrét információ hiányában nem számolunk a bérteher csökkenésével.

III. 4 Termelékenység és fajlagos munkaerő-költségek alakulása

A vártnál lassabban élénkülő külső kereslet hatása is tükröződött a második negyedévi feldolgozóipari termelékenység számokban, amelyek ugyan növekedést mutattak tavalyhoz képest, az élénkülés azonban kisebb volt az általunk prognosztizálnál.³¹ A piaci szolgáltatásokban is elmaradt a termelékenység növekedése augusztusi várakozásainktól.

Jelenlegi előrejelzésünkben a korábbi prognózisunknál valamelyest mérsékeltebb, 2002-ben 2-2,5% körüli, 2003-ban és 2004-ben 4-4,5% körüli termelékenység-növekedéssel számolunk a versenyszektorban.

Az átlagos munkaerő-költség és a termelékenység alakulásának viszonya határozza meg a fajlagos, vagyis a termékegységre jutó nominális munkaerőköltség (ULC) alakulását. Ennek dinamikája 2002 második negyedévében enyhén meghaladta várakozásainkat.

Új alap-előrejelzésünkben 2002-ben a termékegységre jutó nominális munkaerő-költség növekedése az előző évi 10,2%-ról 9,3%-ra mérséklődik. Az augusztusi prognózisban vártnál kisebb lassulást döntően a hozzáadott értékre vonatkozó előrejelzésünk módosulása okozta. 2003-as – alacsony béremelkedést feltételező – és 2004-es előrejelzésünk a korábbi években tapasztalnál jóval mérsékeltebb, 1,1-1,2%-kal növekvő termékegységre jutó nominális munkaerőköltséggel jár.

III. 5 Versenyképesség

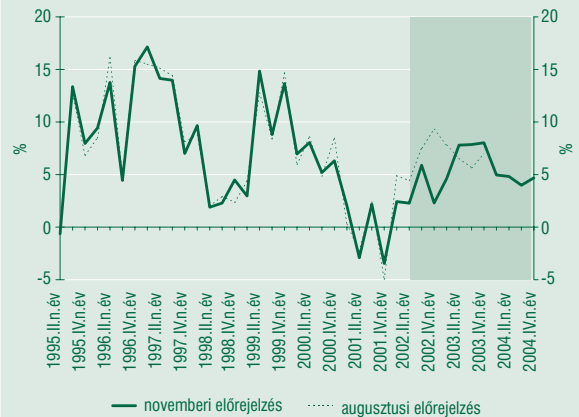
2002 második negyedévében a feldolgozóipar versenyképessége szempontjából ellentmondásos folyamatoknak lehettünk szemtanúi. Egyrészt a feldolgozóipar fajlagos bérköltsége továbbra is gyorsan emelkedett verseny-

²⁹ A munkaerőköltség a bruttó béreken felül tartalmazza a munkavállalók alkalmazásával kapcsolatban felmerült többi munkáltatói költséget is, beleértve a bérek után a munkáltatók által fizetett járulékokat és adójellegű befizetéseket, valamint a munkavállalók kereseten felüli egyéb juttatásait (például a munkáltatók által nyújtott természetbeni és szociális juttatások, étkezési hozzájárulások, munkába járással és továbbképzéssel kapcsolatos támogatások stb.).

³⁰ A munkavállalónként fizetendő tételes egészségügyi hozzájárulás 4500 forintról várhatóan 3450 forintra csökken "Az adókról, járulékokról és egyéb költségvetési befizetésekről szóló törvények módosításáról" szóló törvényjavaslat XI. fejezete; 204.§-a szerint.

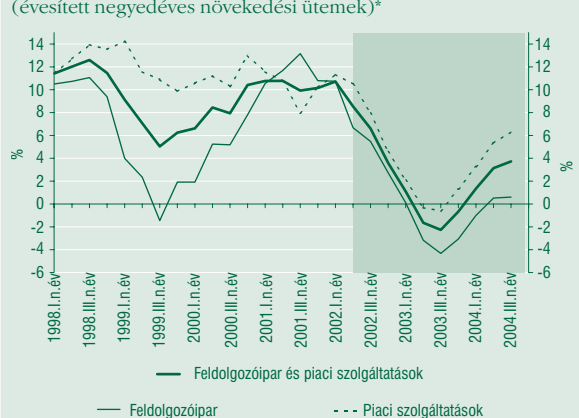
³¹ Mivel hozzáadott érték tényadatok csak 2002 második negyedévig állnak rendelkezésre, ezért a termelékenység és a fajlagos munkaerő-költségek esetében is az utolsó tényadat erre a periódusra vonatkozik.

III-5. ábra: A feldolgozóipari termelékenység* (évesített negyedéves növekedési ütemek)



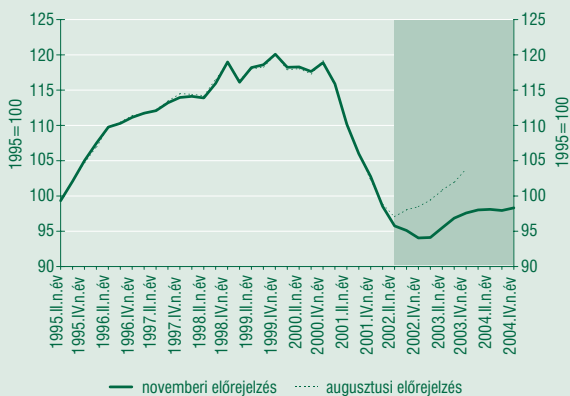
*Szezonálisan kiigazított adatokból számolva.

III-6. ábra: Termékegységre jutó munkaerő-költség alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek)*



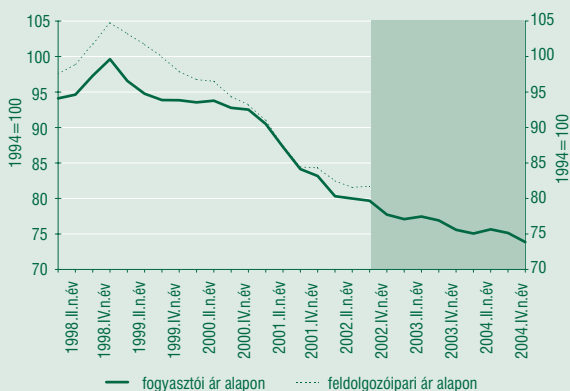
* Szezonálisan igazított adatok, a változás 3 tagú centrális mozgó átlaggal simított. Hozzáadott érték alapon.

III-7. ábra: Feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálfelértékelődés szintje*



* A növekedés reálértékelődést jelöl

III-8. ábra: Ár alapú reálfelértékelődés mutatók* (szint idősorok)



* A növekedés reálértékelődést jelöl

társainkhoz képest, másrészt azonban az ár alapú reálfelértékelődés lelassulni látszott.

Míg 2001-ben a forint nominális felértékelődése is jelentős szerepet játszott a versenytársainkhoz viszonyított fajlagos bérköltségek emelkedésében, addig 2002-ben a nominális felértékelődés tendenciája jórészt megállt, s a mérsékelt termelékenység-növekedéshez képest továbbra is magas béremelkedés okozta a reálfelértékelődés folytatódását. Értékelésünk szerint a lassabb béralkalmazkodás következtében, a korábban vártnál számottevően nagyobb reálfelértékelődés, a külső egyensúlyi pozíció romlásával járhat együtt előrejelzési horizontunkon.

A 2002 második negyedében bekövetkezett magas fajlagos bérköltség növekedés versenyképesség rontó hatását tovább erősítette, hogy a forint/euró árfolyam erősebbnek bizonyult, mint azt augusztusi *Jelentésünk*kor feltételeztük. Mindezek következtében a fajlagos bérköltség alapú reálfelértékelődés korábbi várakozásainkhoz képest közel 2%-kal felértékeltebb lett, s így az előző év végi magas reálfelértékelődési ütem továbbra sem lassult.

2002 közepén az ár alapú reálfelértékelődés mutatók esetében viszont a reálfelértékelődés jelentősen lelassult, elsősorban az év közepi alacsony inflációs adatok miatt. A fogyasztói ár alapú reálfelértékelődés üteme az év második és harmadik negyedében rövidbázison évesítve 2% alá lassult, a feldolgozóipari ár alapú mutató felértékelődése gyakorlatilag megállt.

A rövidtávon kedvező elemeket is mutató folyamatok tágabb kitekintésben vizsgálva jóval kedvezőtlenebb képet tükröznek. Egyrészt ugyanis a korábban már említett bérinflációs folyamatok következtében 2002 folyamán továbbra sem számítottunk a fajlagos bérköltség alapú reálfelértékelődés markáns lassulására. Az infláció jövőben várható gyorsulása miatt pedig az ár alapú reálfelértékelődés – utóbbi negyedekben megfigyelhető – lelassulásának tartósságára sem számíthatunk.

Korábbi elemzéseinkben azzal érveltünk, hogy 1995-2000 között a feldolgozóipar fajlagos bérköltsége 23-24%-kal csökkent a külföldhöz viszonyítva, ami jelentős tartalékot jelenthet a dezinflációs folyamat során.³² Akkori számításaink azon alapultak, hogy 2002-ben jelentősebb nominális béralkalmazkodás indul meg és emiatt 2001-2002 folyamán legfeljebb 13-14%-os reálfelértékelődés következik be. Jelenlegi prognózisunkban 2001-2002 folyamán összesen 20% körüli feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálfelértékelődésre számítottunk, ami mintegy 6-7 százalékponttal több, mint amit egy évvel ezelőtt prognosztizálunk.³³ A lassú béralkalmazkodás következtében a korábbi versenyképességi tartalékot 2002 végére a magyar gazdaság könnyen felélheti.

Mivel a reálfelértékelődés hatása a külső egyensúlyra nem azonnali, így a 2002-ben bekövetkezett, a vártnál jóval nagyobb mértékű reálfelértékelődés a következő évben érezteti jelentősebb hatásait, amikor is a folyó fizetési mérleg hiánya 2002-höz képest tovább emelkedik. A külső egyensúly szempontjából kedvezőtlen feltételeket tovább nehezíti, hogy a külső konjunktúra fellendülésének egyelőre nem mutatkoznak határozott jelei. (Ld. a II.1 fejezetet).

³² Ld. MNB háttér tanulmányok 2001/3.

³³ Ld a 2001/4. és a 2002/1. sz. *Jelentésünk*ket.

2003-ra vonatkozó előrejelzésünkben a bruttó bérek igen mérsékelt növekedését feltételezzük (ld. a III.3 fejezetet.) Ennek a feltevésnek a feldolgozóipar versenyképességére is meghatározó következményei vannak. Jelenlegi prognózisunkban a reálfelértékelődés fajlagos bérköltség alapon 2003-ban megáll, a bruttó bérek igen alacsony növekedésének és a termelékenység-növekedés gyorsulásának következtében. Bár 2004 folyamán a bérköltségek növekedése gyorsul, a gyorsabb termelékenységjavulás ezt túlkompenzálja, s így 2% feletti reálfelértékelődéssel számolunk.

Előrejelzési horizontunkon a fogyasztói ár alapú reálárfo-lyamánál jelentős 8%-os felértékelődéssel számolunk 2002-ben. 2003-2004 folyamán, azonban a reálfelértékelődési dinamika jelentős, 2-4% körüli lassulását várjuk.

IV. 1 Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés

Az Európai Központi Bank az elmúlt hónapokban sem változtatott 3,25%-os irányadó kamataán. Annak ellenére, hogy az euróövezeti infláció az előző negyedévben a hivatalos tolerancia határ felett volt (augusztus 2,1%, szeptember 2,1%, októberi előzetes adat 2,2%), a Kormányzótanács úgy ítélte meg, hogy középtávon kiegyensúlyozottak az árstabilitást veszélyeztető kockázatok. Bár a likvid pénzeszközök gyors növekedése, a szolgáltatások árának tehetetlensége, az olajár alakulása és a bérek növekedése a fogyasztói árszínvonal csökkenése ellen hathat, az inflációt középtávon mérsékelheti az euró felértékelődése és az aggregált kereslet mérsékelt növekedése.

Mindent egybevetve a gazdasági szereplők gyenge inflációs nyomás mellett a fellendülés kezdetének elhúzódására, ennek megfelelően a rövid kamatok csökkenésére számítanak (lásd: IV-1. ábra). Erre utalnak bizonyos határidős pénzügyi piacokon kialakult eszközárak is: a 3-hónapos Euribor futures kontraktusok áraiba az év végéig egy 25 bázispontos EKB kamatcsökkentés látszik beárazódni. A 10 éves államkötvények hozama is csökkent az elmúlt hónapokban, de jóval kisebb mértékben, mint az amerikai kötvények esetében. Ez jelentheti azt, hogy a piac szereplői az euróövezet hosszú távú gazdasági kilátásait az amerikaihoz képest a korábbinál kedvezőbben ítélik meg.

Az euró és az amerikai dollár árfolyamát több tényező együttesen határozza meg. Ezek közül az egyik legfontosabb a két gazdasági térség hosszú távú gazdasági növekedésének megítélése. Bár az USA GDP-je az előzetes adatok szerint a III. negyedévben 3,1%-kal bővült az előző év azonos időszakaához képest, az elmúlt három hónapban napvilágra került hírek és adatok nem teszik lehetővé, hogy egyértelmű képet alkossunk az amerikai gazdasági fellendülés kezdetének időpontjáról, mértékéről és tartósságáról. A részben geopolitikai okokból továbbra is bizonytalan növekedési kilátások, az állami költelekezés meglódulása miatt egyre növekvő költségvetési hiány, a fogyasztói bizalmi index októberi 13 éves mélypontra süllyedése továbbra is jelentős kockázati tényezők. Ennek megfelelően a Fed november 6-án 50 bázisponttal, 1,25%-ra csökkentette irányadó kamataát. Az európaihoz képest alacsony kamatok a tőkeáramlás irányát akár rövidtávon is megfordíthatják és az európai gazdasági térség felé terelhetik. Ezt erősíthetik a GDP 5%-át kitevő amerikai folyó fizetési mérleg hiányáról, illetve a bruttó hazai termék egynegyedét elérő nettó külső adósságáról szóló hírek, amely az

egyensúlyi növekedés fenntarthatóságát kérdőjelezzik meg. Ehhez hozzájárul, hogy az amerikai tőzsdéken forgó részvények P/E mutatója átlagosan 25%-kal magasabb az európaiánál, amely szintén az európai befektetési lehetőségek előtérbe kerülését vetíti előre. Mindezek eredményeként a dollár október végén, november elején már paritásra került az euróval.

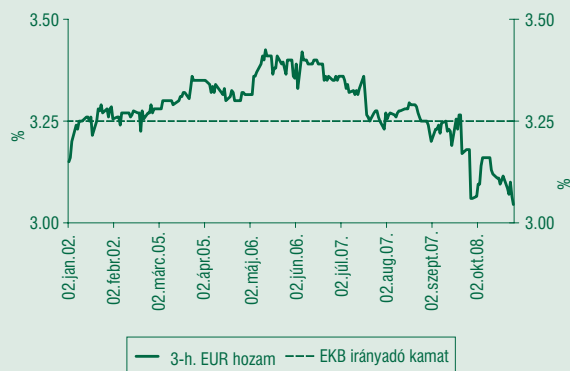
A magyar gazdaság, illetve a magyarországi befektetések kockázati megítélését a fejlett országok gazdasági teljesítményén kívül érinthetik a feltörekvő országok piacain bekövetkező események is. Az elmúlt három hónapban az ebbe a csoportba tartozó országokban nem történt olyan esemény, amely jelentősen megemelte volna a magyarországi befektetésektől elvárt kockázati prémiumot.

Összességében az eddig részletezett okokból kifolyólag a világgazdaság növekedésének megítélése nem javult, a nemzetközi befektetők kockázat-vállalási hajlandósága az elmúlt három hónapban egészen október közepéig csökkent, amit jól mutat a kockázatos amerikai vállalati kötvények felárának növekedése. A feltörekvő piacok megítélését tükröző EMBI mutató az elmúlt hónapokban rendkívül volatilisen mozgott, november elején az egy negyedévvél korábbival megegyező szinten állt.

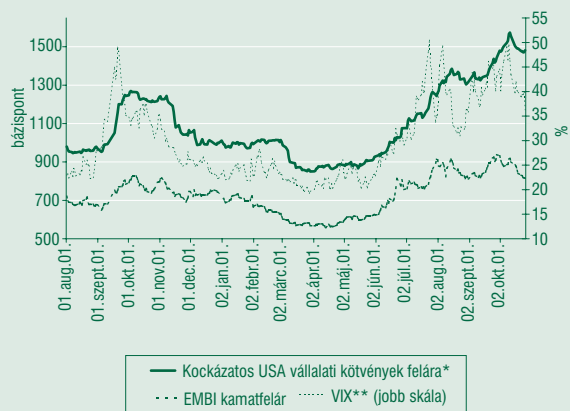
Magyarország megítélését az országspecifikus híreken és adatokon túl a közép-kelet-európai térség történései határozzák meg leginkább. Ennek a térségnek a kockázati megítélését érintette, hogy a S&P hitelminősítő intézet augusztus elején Lengyelország nemzeti valutában fennálló, nem biztosított, első helyre sorolt adósságát A+-ról A-ra minősítette le a magas költségvetési hiány és a növekvő államadósság miatt. Ugyanakkor Lengyelország bejelentette, hogy megkezdi a felkészülést a 2005-ös euróövezeti tagságra. A kritériumok teljesítése érdekében megszorító intézkedéseket kívánnak foganatosítani a költségvetési hiány leszorítása érdekében. Ezzel szemben Csehország nem kötelezte el magát a gyors euróövezeti csatlakozásra. A strukturális reformok elhúzódására és a növekvő költségvetési deficitre hivatkozva november elején a S&P hitelminősítő intézet visszaminősítette Csehország helyi valutában kibocsátott hosszú és rövid futamú szuverén adósságát. Az Európai Unióhoz a közeljövőben csatlakozó országok megítélését legerőteljesebben az EU Bizottságának októberben publikált pozitív üzenetű Éves Jelentése, valamint a nizzai szerződésről szóló sikeres írországi népszavazás befolyásolta. A referendumot megelőző hetekben a bizonytalanság a korábbinál némileg magasabb kockázati prémium elvárását eredményezett, majd a sikeres népszavazás hatására az jelentősen csökkent.

Magyarország kockázati megítélését augusztus óta a globális kockázati mutatókban bekövetkezett változások, illetve az országspecifikus hírek sem befolyásolták jelentősen. Bár a költségvetési deficit és a folyó fizetési mérleg hiánya az elmúlt hónapokban jelentősen nőtt, a magyar állampapíroktól elvárt kamatprémium nem emelkedett. A magyar állam által korábban kibocsátott devizakötvények átlagos kamatfelára augusztus óta nem változott. Ugyanakkor a jövőbeni folyamatokat negatívan érintheti, hogy november elején a Fitch nemzetközi hitelminősítő intézet arra hívta fel Magyarországot figyelmét, hogy a romló egyensúlyi mutatók kedvezőtlenül befolyásolhatják az ország hitelbesorolását.

IV-1. ábra: EKB irányadó kamata és a 3-hónapos piaci hozam



IV-2. ábra: Globális kockázati mutatók



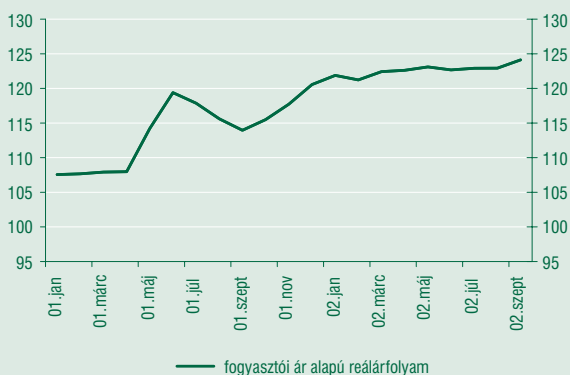
* S&P U.S. Industrial Speculative Grade Credit Index

** Az S&P100-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás

IV-3. ábra: Német márkában kibocsátott magyar devizakötvények kamatfelára

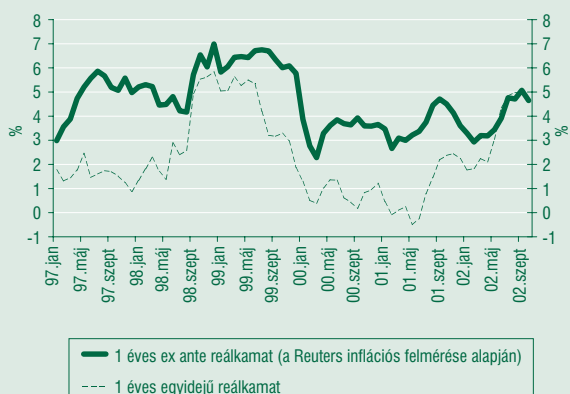


IV-4. ábra: Reálárfolyam alakulása* (1997=100)



* Fogyasztói áralapú reálárfolyam az euróhoz viszonyítva, a magasabb érték reálfelértékelődést jelöl.

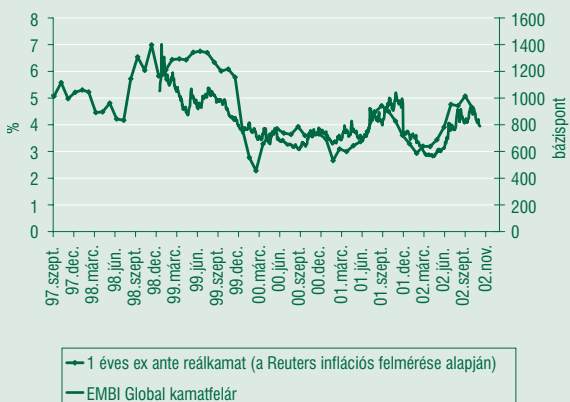
IV-5. ábra: Az 1 éves ex-ante és egyidejű reálkamat alakulása*



*Ex ante reálkamat: az 1 éves zérókupon-hozam havi átlaga az adott havi egyéves előretekintő Reuters elemzői inflációs prognózissal deflálva. A Reuters felmérésében az elemzők az adott és a következő év végi, valamint az adott és a következő évi átlagos inflációra vonatkozóan adnak előrejelzéseket. Az egyéves előretekintő prognózis a fenti horizontok átlaga alapján, polinomiális illesztéssel készült (ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*).

*Egyidejű reálkamat: az 1 éves zérókupon-hozam havi átlaga az aktuális 12 havi fogyasztói árindexszel deflálva.

IV-6. ábra: Az ex ante reálkamat és az EMBI kamattelár



IV. 2 Árfolyam és kamatalakulás

Az MNB 2002. július 9-e óta nem változtatott irányadó kamatának 9,5%-os szintjén, az árfolyam továbbra is az év elejétől jellemző 240-245Ft/eurós sávban ingadozott.

A monetáris kondíciókban bekövetkezett tényleges változásokat a reálkamat és a reálárfolyam alakulásának együttes vizsgálatával ragadhatjuk meg. A fogyasztói árindex alapú reálárfolyam a múlt évben bekövetkezett, a nominális árfolyam erősödésének köszönhető jelentős felértékelődését követően 2002-ben már csak csekély mértékben járult hozzá a monetáris kondíciók változásához. Az euróhoz viszonyított reálárfolyam január és szeptembere között kb. 2%-kal lett felértékeltebb. Mivel a nominális árfolyam összességében nem változott, a reálárfolyam változása a Magyarország és az euró övezet között még fennmaradt inflációs különbséget tükrözi.

A különböző reálkamat mutatók közül a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseinek szempontjából az ex ante, vagyis az aktuális nominális kamat és a várt infláció különbségeként értelmezett reálkamat tekinthető a leginkább relevánsnak, ezért a monetáris kondíciók alakulásának értékelésekor elsősorban erre a mutatóra támaszkodunk. Emellett bemutatjuk az ún. egyidejű – az aktuális nominális kamatláb és a legfrissebb realizált infláció különbségeként értelmezett – reálkamatot is, mivel az inflációs várakozások mérési nehézségei miatt a gyakorlatban sok esetben ezt a mutatót alkalmazzák. Az egyidejű reálkamat, bár közgazdasági tartalommal nem bír, stabil inflációs környezetben jól közelíti az ex ante reálkamatot, dezinflációs időszakokban azonban tartósan alatta maradhat a közgazdaságilag releváns ex ante reálkamatnak.

Az 1 éves ex-ante reálkamat az elmúlt években széles tartományban, kb. 2,5-7% között ingadozott. A sávszélesítés óta eltelt időszakban ennél valamivel szűkebb sávban, 3-5% között mozgott. A kamatok szintje két csatornán keresztül befolyásolja a jövőbeli infláció alakulását. Egyrészt hat a beruházási illetve megtakarítási döntésekre, tehát az aggregált kereslet alakulására. Másrészt a forint kamatszint befolyásolja az árfolyam alakulását is, amely mind közvetlen módon, az importárak begyűrtzése miatt, mind közvetett módon, a reálárfolyam megváltoztatásán keresztül hat az infláció jövőbeni pályájára.

Amint az ábráról látható, a sávszélesítés óta eltelt időszakban a reálkamatok nagyfokú együttmozgást mutattak a kockázati mutatókkal. Ugyanakkor a reálkamatok változása általában összhangban állt a belföldi gazdasági folyamatokkal. A sávszélesítést közvetlenül követő időszakban a jegybank legfontosabb feladatának azt tekintette, hogy a piaci szereplők számára egyértelműen kinyilvánítsa a meghirdetett dezinflációs program melletti elkötelezettségét. Ezért az irányadó kamatok csak lassan követték a várt infláció mérséklődését. A kamatok mérséklését a sávszélesítés nyomán megnövekedett árfolyamkockázati prémium, és a nemzetközi kockázati megítélést rontó események is késleltették (török, argentin válság, az USA elleni terrortámadás). 2001 decemberétől azonban a javuló kockázati megítélés a kamatlépések felgyorsítása irányába hatott. A jegybank a sávszélesítéstől 2002 februárjáig összességében 275 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatait, miközben az 1 éves inflációs várakozások kb. 230 bázisponttal, az egyidejű infláció pedig 410 bázisponttal mérséklődött.

A kamatciklust a Monetáris Tanács május 21-i kamatemelése fordította meg. A lakossági jövedelmek gyors bővülése, és ennek nyomán a belföldi kereslet hosszútávon nem fenntartható mértékű növekedésére vonatkozó előrejelzések az inflációs cél teljesülését veszélyeztették, és szükségessé tették a reálkamat szint növelését. A kamatszint növelése egybeesett az elvárt kockázati prémium emelkedésével, így a monetáris szigorítás nem járt együtt az árfolyam további erősödésével.

IV. 2. 1 Az árfolyam alakulását meghatározó tényezők

A 2002. augusztus óta eltelt időszakban a forint árfolyamára viszonylag csekély hatást gyakoroltak a nemzetközi kockázattal járó hajlandóságban, illetve a feltörekvő piacok megítélésében bekövetkezett változások, a forint euróhoz viszonyított árfolyamának mozgását döntően az EU illetve a GMU csatlakozás időpontját befolyásoló tényezők befolyásolták. Összességében az árfolyam változékonysága kisebb volt mint az előző negyedévben, és október végén valamelyest erősebb augusztus eleji értékénél.

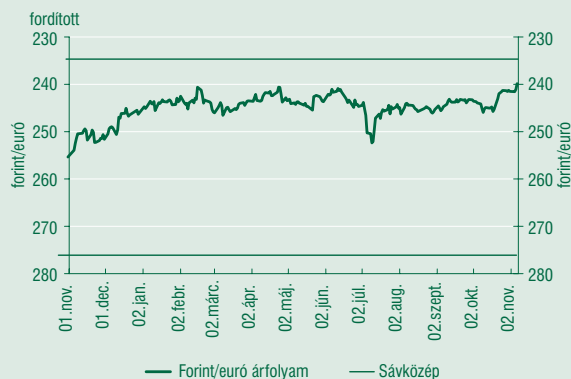
Az augusztus-szeptemberi időszakban a forint euróhoz viszonyított árfolyama a 243-246-Ft/eurós sávban ingadozott, a napvilágra került makrogazdasági adatok nem hordoztak olyan új információt, ami *lényegesen* befolyásolta volna a jövőbeli gazdasági folyamatokra vonatkozó várakozásokat. Az árfolyam alakulását szeptember végét követően döntően az Nizzai szerződésről szóló, október 19-i írásbeli népszavazás, illetve annak várható eredményével kapcsolatos bizonytalanság befolyásolta. A szavazás esetleges elutasító kimenetele a piaci várakozások szerint későbbre tolhatta volna az EU kibővítését, illetve a GMU-csatlakozást. Az eredménnyel kapcsolatos bizonytalanság tükröződött az árfolyam október elején kezdődő gyengülésében, melyet több, a negatív eredmény kockázatát hangsúlyozó, a hónap elején napvilágot látott elemzés is erősített. A népszavazás pozitív kimenetele az árfolyam jelentős erősödését eredményezte, ami november elején elérte a 240 Ft/euró körüli szintet.

Mivel a piaci szereplők felismerték, hogy az árfolyam gyengülése az inflációs kockázatok növekedésével jár együtt, és ezért jegybanki kamatlépést tehet indokolttá, a nominális kamatok mozgása az árfolyammal ellentétesen alakult. A gyengülés a 3 hónapos kamat emelkedésével, az erősödés kamatcsökkentéssel járt együtt. A kamatemelési várakozások pedig önmagukban is az árfolyam korrekció irányába hatottak, ezért az utóbbi hónapokban viszonylagos stabilitás jellemezte az árfolyamot. Feltehetően részben ezzel magyarázható, hogy a nominális árfolyam ellenállt a feltörekvő piacok megítélésében július közepén és szeptemberben bekövetkezett romlásának, és egyéb kedvezőtlen hírek hatása is korlátozott volt.

IV. 2. 2 A monetáris kondíciók várható alakulására vonatkozó várakozások

Az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások összességében nem változtak jelentősen: a Reuters felmérése szerint októberben 2002 végére valamivel felértékeltebb, 2003 végére azonban kismértékben leértékeltebb árfolyamot várnak a makroelemzők mint augusztusban. A várakozások módosulá-

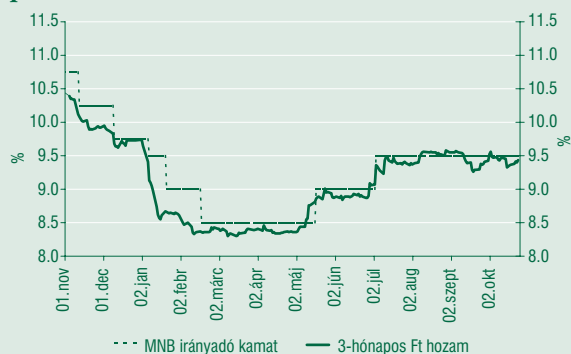
IV-7. ábra: A forint árfolyama



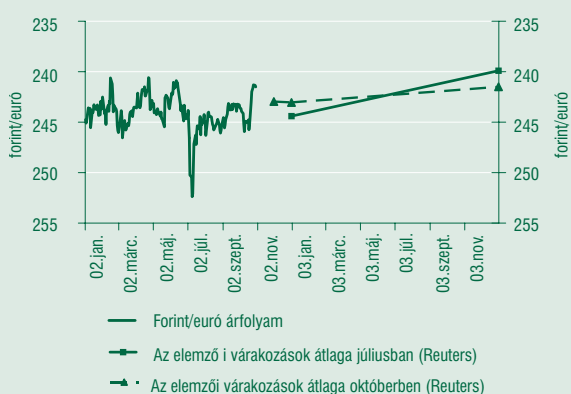
IV-8. ábra: Három hónapos különbözet az euróvezetékhez viszonyítva



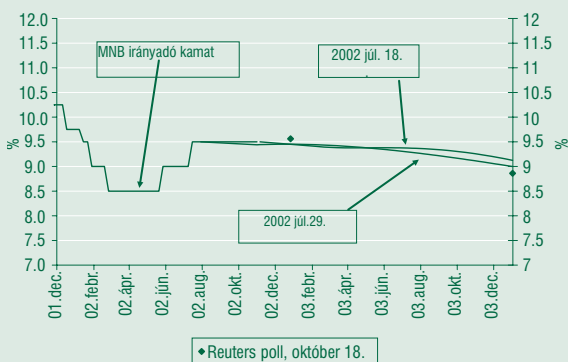
IV-9. ábra: Jegybanki irányadó kamatok és a rövid piaci hozamok



IV-10. ábra: A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyam-várakozások



IV-11. ábra: A jegybanki irányadó kamat és kamatvárákozások a hozamgörbe és a Reuters felmérése alapján



sa azonban nem tekinthető jelentősnek, ami szintén azt mutatja, hogy az elmúlt három hónapban nem történt az árfolyam hosszabb távú értékére vonatkozó várakozásokat tartósan befolyásoló esemény.

Bár az augusztus-októberi időszakban átmenetileg több ízben is kamatemelési várakozások alakultak ki, október végén a Reuters felmérése, valamint a hozamgörbe alapján is a piaci szereplők 2002 végéig változatlan jegybanki kamatszinttel számolnak. 2003 végére az irányadó kamat pedig a makroelemzői konszenzusból és a zérókupon hozamokból is egy kb. 50 bázispontos kamatsökkentésre irányuló várakozás rajzolódik ki.

IV. 3 Tőkeáramlások

A bankok mérleg szerinti nyitott pozíciója jelentős mértékben, mintegy 150 Mrd Ft-tal nőtt a július eleje óta eltelt időszakban, ami a bankrendszeren kívüli szereplők forintkeresletének erőteljes emelkedését tükrözi. A növekedés az augusztusi és az októberi hónapokra koncentrálódott, szeptemberben a nettó forintkereslet negatív volt.

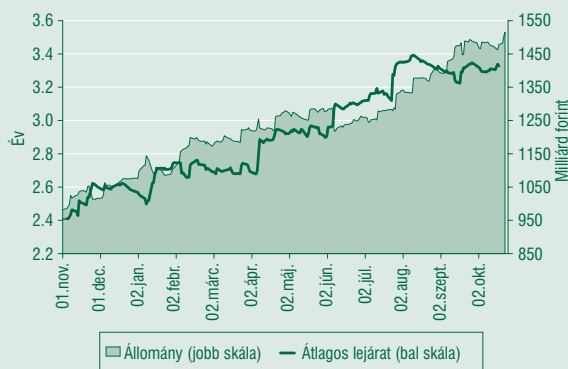
A magas nettó forintkereslet ellentétes tendenciák eredőjeként alakult ki: tovább romlott a folyó fizetési mérleg, melynek szezonálisan igazított hiánya a 3. negyedévben több mint ötszöröse volt a múlt évi értékénél.³⁴ Az elmúlt évek viszonylatában is magas folyó fizetési mérleg hiányt azonban bőven felülmutta a portfólió tőkebeáramlás, azon belül is a külföldiek kiugró mértékű állampapír vásárlása. A nem rezidensek kezében lévő állampapírállomány mintegy 260 Mrd forinttal nőtt a júliusi – októberi időszakban, ami az elmúlt évekhez viszonyítva kivételesen gyors dinamikát jelent. Az állomány növekedése teljes mértékben az éven túli, azon belül is elsősorban a 2-5 év közötti lejáratú állampapírok vásárlásának köszönhető, ami arra utal, hogy a hozamok csökkenése abban a szegmensben elsősorban a külföldiek által elvárt hozam csökkenésének köszönhető (ld. IV. 1 fejezet).

A forintkeresletet meghatározó többi, – 2002. augusztusáig rendelkezésre álló – tétel azt mutatja, hogy az állampapír vásárlás magas szintje mellett több tényező is a nettó forintkereslet csökkenésének irányába hatott. Folytatódott a vállalatok nettó devizaadósságának másfél éve jellemző csökkenése. A nettó devizahitelek mellett a vállalatok nettó forintHITELEINEK állománya is csökkent, ami összhangban van a vállalati szektor alacsony beruházási keresletével.

Alacsonynak tekinthető a nem kamatérzékeny tőkebeáramlás júliusi-augusztusi szintje is: a közvetlen tőkebefektetések egyenlege a magyarországi befektetések csökkenésének köszönhetően az előző hónapokhoz hasonlóan elmaradt az elmúlt évekre jellemző szinttől. A nettó portfólió befektetések másik két komponense pedig – a részvények és forintbetétek – negatív volt a júliusi-augusztusi hónapokban.

Összességében tehát a magas forintkereslet döntően a külföldiek szokatlan mértékű állampapír vásárlásának köszönhető, hiszen mind a folyó mérleg hiánya, mind az egyéb kamatér-

IV-12. ábra: A külföldiek kezében állampapír állomány és átlagos lejárat



³⁴ 2002. szeptemberre vonatkozóan előzetes adat áll rendelkezésre.

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

	2001				2002			
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	július	augusztus
I. Konszolidált államháztartás devizaegyenlegével korrigált folyó fizetési- és tőkemérleg (1.+2.–3.)	-52	-124	79	-97	-133	-252	-58	-19
1. Folyó fizetési mérleg	-63	-195	71	-131	-137	-301	-53	-22
2. Tőkemérleg	15	39	23	16	13	15	2	1
3. Konszolidált államháztartás devizaegyenlege	3	-32	14	-19	9	-34	7	-2
II. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	126	179	108	155	42	113	25	-2
III. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet	-28	-15	-6	-111	58	-62	18	-6
1. Vállalatok	-20	-21	2	-64	25	-70	12	-10
2. Háztartások	-8	6	-8	-47	34	8	6	4
IV. Nettó portfólió befektetések (1.+2.+3.)	90	212	-134	85	214	-5	9	80
1. Állampapír	90	196	-79	136	144	32	31	120
2. Részvény	6	-10	8	-15	12	-30	-11	-4
3. Forintbetét	-6	26	-62	-36	58	-7	-11	-36
V. Vállalati devizahitel (1.+2.)	-84	-128	-44	-62	-202	-44	-44	5
1. Belföldi	-10	5	19	-12	45	55	24	18
2. Külföldi	-74	-134	-63	-50	-247	-99	-68	-13
VI. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	12	37	50	99	23	119	31	45
VII. Egyéb	47	18	20	132	5	60	4	21
VIII. Bankrendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete (VIII. = II. + ... + VII.)	112	178	73	201	7	-70	-15	124
IX. Jegybanki devizavásárlás**	178	165	47	40	0	0	0	0
Bankok mérleg szerinti hosszú deviza pozíciójának változása (I.–IX.)	-65	13	26	161	7	-70	-15	124

*A pozitív érték forint keresletet, a negatív forint kínálatot jelent

** 2001 II. negyedévtől kezdődően az előre bejelentett jegybanki devizavásárlás nem intervenciót, hanem a jegybank napi egyenlő összegű devizavásárlását jelöli

zékeny és nem kamaterzékeny tételek a forintkínálat növekedésének irányába hatottak.

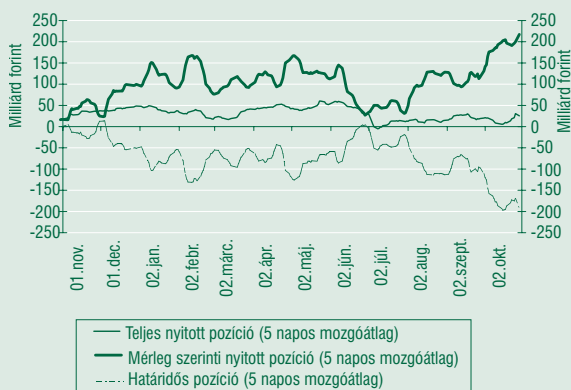
A bankok a mérleg szerinti nyitott pozíció zömét határidős pozíciók nyitásával lefedezték, ami azt mutatja, hogy a bank-szektor nem kíván árfolyamkockázatot fenntartani.

IV. 4 Hosszú lejáratú hozamok és inflációs várakozások

2002. augusztus és október között szerény hozamcsökkenést figyelhettünk meg az állampapír-piacon, ami egyúttal a korábbi hozamemelkedési trend végét jelentette. Az egy évnél hosszabb lejáratú államkötvények hozamai az év első felében 100-200 bázisponttal nőttek, ugyanezen lejáratokon júliustól szeptember végéig 30-45 bázispontos korrekció ment végbe. Október első felében átmenetileg megfordult a folyamat, de az ír népszavazás után még alacsonyabb szintre estek vissza a hozamok. A csökkenő trend mögött Magyarországnak a Gazdasági és Monetáris Unióba (GMU) történő javuló csatlakozási kilátásai, egész pontosan az időpontot övező bizonytalanság csökkenése állt.

A Középtávú Makrogazdasági Program (PEP) július eleji bejelentése óta csökkent annak a kockázata, hogy Magyarország a megcélzott időpontnál csak jóval később tudja teljesíteni a maastricht-i kritériumokat. Az év első felében a hozamok emelkedését elsősorban az inflációs célok, valamint a költséges fiskális politika és a reálbér-növekedés között kialakuló disszonancia okozta. Májusban és júniusban a költségvetési deficit középtávon várható alakulása rendkívül kérdésessé vált, azonban a PEP-ben előrevetített fiskális pálya, mely komoly elkötelezettséget tanúsított a Kormány részéről,

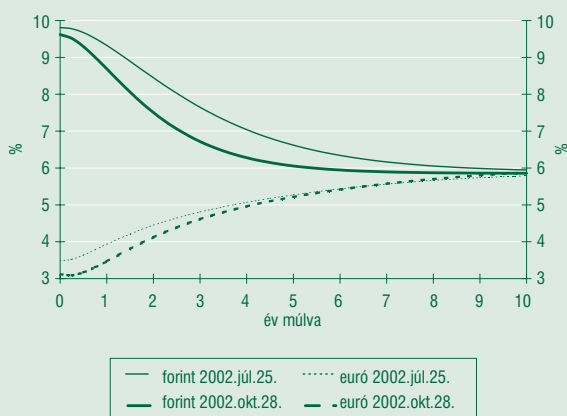
IV-13. ábra: Kereskedelmi bankok nyitott pozíciójának alakulása (MFB nélkül)



IV-14. ábra: Havi átlagos állampapír-piaci referenciahozamok

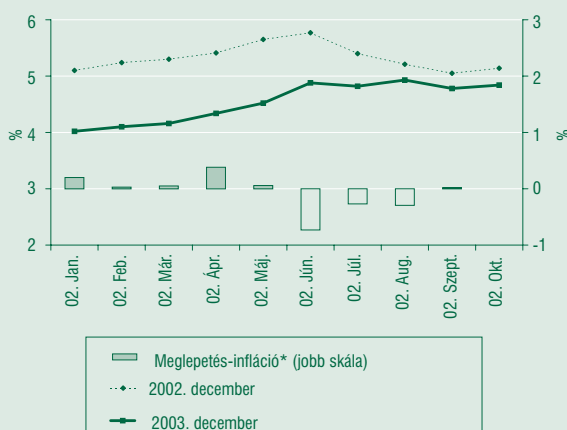


IV-15. ábra: Egyéves forint és euró származtatott* forwardhozamok



*Svensson-féle zéró-kupon becslés

IV-16. ábra: 2002 és 2003 decemberére várt infláció (Reuters felmérés, trimmelt átlagok)



* A felmérés hónapjában mért infláció eltérése a várakozástól.

segített a bizonytalanság mérséklésében. Októberben a Nizai szerződés írországi ratifikálása és az Európai Tanácson belüli megállapodás a bővítés finanszírozási feltételeiről további kockázati tényezőket számolt fel az EU-csatlakozás várható időpontjára vonatkozóan, ami közvetlenül kihat a GMU-csatlakozásra is.

A GMU-csatlakozás több csatornán keresztül befolyásolhatja a nominális hozamokat. A külföldi befektetők hozamelvárását a más devizákban elérhető hozam, a forint várt le- vagy felértékelődése és a kockázati felár alakítja. A külföldi befektetők számára az előre látható fiskális és inflációs konvergencia, valamint egy reális csatlakozási menetrend a kiszámíthatóbb árfolyamalakuláson keresztül csökkenti a bizonytalanságot, így az elvárt kockázati felárat is. Az elvárt prémium egy részét ezen felül globális tényezők, a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon mutatkozó általános kockázatvállalási hajlandóság is mozgathatja.

A belföldi befektetők a nominális hozamok olyan szintje mellett vásárolnak állampapírt, mely az elvárt reálhozamon felül kompenzációt biztosít a várt inflációra. Őket az inflációs várakozásokon keresztül érinti a GMU-csatlakozás. Mindezekkel párhuzamosan a gazdaságpolitika-mix várható alakulása is befolyásolja a hozamvárásokat: az előrevetített fiskális szigorítás mellett a kitűzött dezinflációs pálya alacsonyabb reálkamatpálya mellett is elérhető.

Az euró-övezet államkötvény-hozamait elsősorban a rövidtávú kamatvárakozások mozgatták a vizsgált időszakban (lásd: IV. 1 fejezet). A kamatvárakozásokat legjobban tükröző (származtatott) forward hozamgörbe úgy vált meredekebbé, hogy a görbe rövid vége süllyedt 50 bázispontot. Az euróhozamok csökkenése nem magyarázza az alacsonyabb forinthozamokat, ugyanis a származtatott forint forward hozamok elmozdulása nem a legrövidebb (0-2 éves) lejáratokon, hanem a 2-4 éves szakaszon volt a legjelentősebb, és mértéke is nagyobb volt, mint az euróhozamoké. A globális és feltörekvő-piaci kockázatot mérő mutatók sem utalnak a nemzetközi befektetők nagyobb kockázatvállalási hajlandóságára, vagyis nem magyarázzák a hozamok mérséklődését (lásd: IV. 1 fejezet).

Valószínűnek tűnik, hogy a külföldi befektetők korábban már (lásd: IV. 3 fejezet) említett jelentős mértékű vásárlásai mögött az árfolyam-várakozások változása, és az árfolyam-kockázat csökkenése áll. Minden bizonnyal ezek, valamint az árfolyam utóbbi hónapokban tapasztalt viszonylag alacsony volatilitása miatt vásároltak jelentős mennyiségű 2-3 év hátra lévő futamidejű államkötvényt.

Jóllehet a hozamgörbe elmozdulásában a külföldiek állampapír-vásárlása meghatározó jelentőségű volt, érdemes megvizsgálni, hogy vajon játszott-e szerepet az inflációs várakozások változása, ami közvetlenebbül érinti a belföldiek által elvárt hozamot. A Reuters által készített elemzői várakozások felmérése alapján úgy tűnik, hogy 1-1,5 éves horizonton nem történt lényeges elmozdulás a várt infláció vonatkozásában. Bár az infláció a nyári hónapokban rendre jobban alakult, mint azt az elemzők várták, a kedvezőbb számok mögött elsősorban az élelmiszerárak és a regulált árak alakulása állt, így érthető, hogy csak a 2002 végére várt infláció csökkent jelentősen: a júniusi 5,8%-ról szeptemberre közel 5%-ra mérséklődött. A 2003 végére vonatkozó várakozások ugyanakkor gyakorlatilag változatlanok: június óta a 4,78-4,95%-os sávon belül mozog a piaci konszenzus.

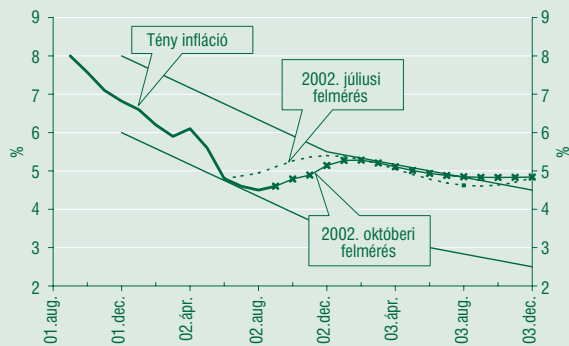
A 2004-2005-ös évekre vonatkozó inflációs várakozásokról nincs információnk. A hosszú távú inflációs várakozások számottevő változását azonban nem tartjuk valószínűnek. Az inflációs várakozásokban bekövetkezett változások ugyanis általában konkrét eseményekhez, makroadatok megjelenéséhez kötődnek, és a hozamokban is gyors elmozdulásokat okoznak. Az elmúlt hónapok hozamcsökkenése ezzel szemben folyamatos volt, és a külföldiek vásárlásaihoz kötődött.

Az MNB feltételes inflációs előrejelzésével összevetve a piac alacsonyabb pályára számít 2003-ban. Ez különösen 2003 II. és III. negyedévére igaz³⁵: a Reuters felméréséből számított pálya a Jegybank által legvalószínűbbnek ítélt, és a lehetséges kimenetek 30%-át tartalmazó tartomány alsó szélén van. 2003 végére nincs lényeges eltérés a két pálya között. Az előrejelzések tartalma között alapvető különbség, hogy a feltételes azt mutatja meg, hogy változatlan nominális árfolyam mellett várhatóan hogyan alakul az infláció, míg a másik árfolyam-várakozásokat is tartalmaz. A piac alacsonyabb várakozását elvileg magyarázhatná, hogy 2003 végére erősebb árfolyamot (241,5 HUF/EUR) várnak az MNB-feltételnél (243,6 HUF/EUR), azonban a különbség elenyésző ahhoz, hogy 0,3-0,6 százalékpontos eltérést okozzon a gyakorlatilag egyidejű inflációban.



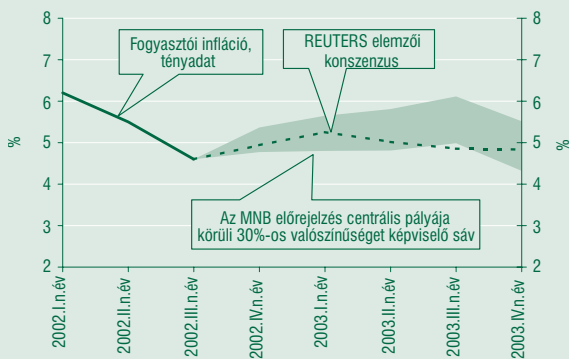
³⁵ Bár a Reuters felmérése nem tartalmaz közvetlen információt a két december közötti időszakra vonatkozó várakozásokról, a 2003-ra várt átlagos infláció (5%) alapján egyértelmű, hogy a piac nem számít évközben az infláció tartós megugrására. A Reuters adataira történő illesztés részletes leírása megtalálható Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához c. MNB kiadványban.

IV-17. ábra: Az elemzői inflációs várakozások elmozdulása 2002. július és 2002. október között*



*Az elemzői várakozások pályáját a Reuters poll inflációs adataira (decemberi, éves átlagos, megkérdezés hava) legsimábban illesztendő görbével közelítettük.

IV-18. ábra: Elemzői inflációs várakozások és az MNB feltételes előrejelzése



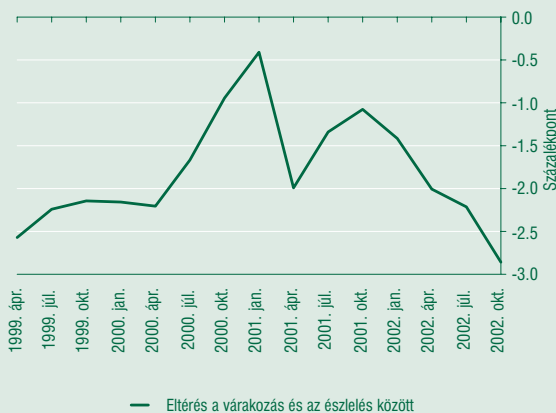
V. 1 Mit mutatnak a vállalati bérvárakozások?

Jelentésünkben 2003-ra igen alacsony béremelkedést tételünk fel a versenyszférában. Ennek háttérében az áll, hogy a gazdasági szereplők megváltoztatják korábban tapasztalt viselkedésüket, és a jövő évre vonatkozó bérdöntések során figyelembe veszik a nettó és bruttó bérek növekedési üteme között, a nettó bérek javára várható elnyílást. Így a bruttó bérinfláció elmúlt néhány évet jellemző, a világgazdasági dekonjunktúrához, deflációhoz és a forint árfolyam tartós felértékelődéséhez képest igen lassú mérséklődését egy hirtelen és erőteljes bérdinamika-csökkenés követné (ld. III. fejezet). Tekintettel a nagyfokú bizonytalanságra, amely a következő időszakban várható bérnövekedéssel kapcsolatban tapasztalható, célszerűnek tartjuk olyan „alternatív” mutatók vizsgálatát is, melyek segíthetnek a gazdasági szereplők magatartásában, várakozásaiban mutatkozó változásokat jelezni.

A TÁRKI az MNB megrendelésére 1999 márciusától kérdőíves felmérés formájában gyűjt adatokat a vállalati vezetők inflációs – és ezzel összefüggésben bérnövekedési – várakozásairól. A statisztikai vizsgálatokhoz minimálisan szükséges mintaidőszak eléréseivel, egy kutatás keretében jelenleg vizsgáljuk a felmérésből származó adatok előrejelzési munkában való hasznosíthatóságát. Előzetes eredményeink szerint a felmérésből származó adatok – a nemzetközi tapasztalatoknak megfelelően – korlátozottan, inkább csak rövid távon és illusztratív jelleggel használhatók az előrejelzési munkában. Ilyen értelemben a felmérést előrejelzéseink készítése során már jelenleg hasznosítjuk. Vizsgálataink szerint a vállalatok által várt bérinfláció-változás (azaz a várt és az éppen érzékelt béremelkedés közti különbség) és a bérinfláció negyedéves alakulása között mutatható ki valamiféle együttmozgás.

A felmérések eredményei 2002 folyamán az észlelt bérdinamika stagnálását jelezték, amit az októberi felmérésben enyhe, néhány tized százalékpontos mérséklődés követett.³⁶ A felmérés történetében a jövőre vonatkozó bérvárakozások rend-

V-1. ábra: A bérinfláció várt változása*



— Eltérés a várakozás és az észlelés között

* Eltérés a bérnövekedésre vonatkozó várakozások és az észlelés között, a negatív érték a bérinfláció csökkenését jelöli.

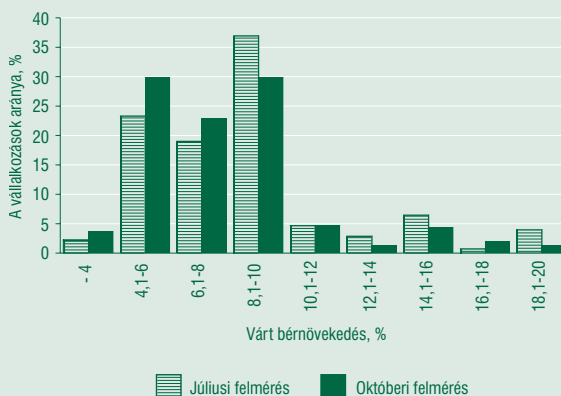
³⁶ A felmérés a vállalati bérek sokkal kisebb növekedését jelzi 2001-ben és 2002-ben, mint amit a KSH munkaügyi statisztikája mutatott. Ez konzisztens azzal a feltevésünkkel, a munka ára valójában nem emelkedett a KSH által - a minimálbér-emelések és az összetétel-változás torzító hatása miatt - kimutatott mértékben ezekben az években, és ezért a statisztikai torzító hatások kiszűrésével a KSH bruttó átlagkereset indexénél kisebb tényleges bérnövekedést valószínűsítünk. A vállalkozások bérnövekedés észlelése ugyanakkor annál is kisebb volt, amit az MNB becsült. Az erősen ingadozó havi eltérések átlaga korábban 2-2,5 százalékpont volt, ez azonban az utóbbi egy-másfél évben, úgy tűnik, kissé mérséklődött. Feltehető, hogy az eltérés egy része a béremelések áthúzódó hatásának tulajdonítható.

re kisebb-nagyobb mértékben alacsonyabbak voltak az észleléseknél, ami konzisztens az árak jelenlegi és jövőbeni alakulására vonatkozó kérdéseknél tapasztaltakkal. A fent definiált bérinfláció-változás mutató 2002 elejétől megfigyelhető elmozdulása októberben is folytatódott. Mindezeket figyelembe véve a legfrissebb, októberi felmérés 2002 utolsó negyedévére a bérinfláció kismértékű csökkenését jelzi, ami megfelel a III. fejezetbeli előrejelzésünknek.

Az októberi felmérésben ugyanakkor azt tapasztaltuk, hogy júliushoz képest megnőtt azon vállalkozások aránya, amelyek az átlagosnál kisebb várható bérnövekedést jeleznek.³⁷

A felmérés eredményei alapján tehát úgy tűnik, hogy a vállalkozások körében egy fokozatos elmozdulás mutatkozik az alacsonyabb bérnövekedési várakozások felé, de hirtelen, törés jellegű bérdinamika mérséklődésről egyelőre nem beszélhetünk.

V-2. ábra: A bérnövekedésre vonatkozó várakozások megoszlása 2002 júliusában és októberében



V. 2 Várható-e a 2002-es GDP adatok felülvizsgálata?

A 2002 első félévi előzetes GDP adatok alapján felhasználási oldalról magasabb gazdasági növekedés adódna, mint a termelési oldalról, ami a termelési és felhasználási oldal ellentmondására utal. Felmerülhet, hogy emiatt a későbbiekben jelentős revízióra kerülhet sor az ideai GDP adatokban. Az alábbiakban megvizsgáljuk a KSH gyakorlatát a GDP adatok felülvizsgálatában, azt, hogy az előzetes adatok mennyiben térnek el a végleges közléstől. Most egy éppen folyó kutatásunk első eredményeiről, „stilizált tényeiről” számolunk be.

A nemzetközi elemzések bizonyítják, hogy a fejlett országok GDP statisztikáiban is jelentős revíziók történnek. Egyes kutatások szerint bizonyos országokban (például USA) az utólagos korrekciók véletlenszerűek, míg más országok statisztikáiban (Olaszország, Japán, Anglia) részben előre jelezhetőek.³⁸ Ezekben az országokban a negyedéves GDP statisztikák szisztematikusan hibát tartalmaznak, amit a későbbi publikációkban javítanak, a végleges adatok nem csak utólag rendelkezésre álló információk felhasználása miatt térnek el az előzetes adatoktól.

A KSH a nemzetközi gyakorlattal összhangban az első előzetes közlésben közölt bruttó hazai termelésre vonatkozó adatokat több alkalommal felülvizsgálja³⁹. Az adatok revíziója elsősorban az új információk beérkezése miatt következik be, de ezen kívül, módszertani változások és esetleges adathibák kijavítása is előfordulhat. A GDP adatok előállításakor a negyedéves és éves statisztikák közötti statisztikai összhangot is meg kell teremteni az ún. egyéb technikai korrekciók során. A jelenlegi gyakorlat szerint az évközi adatok közlésekor a tárgy-

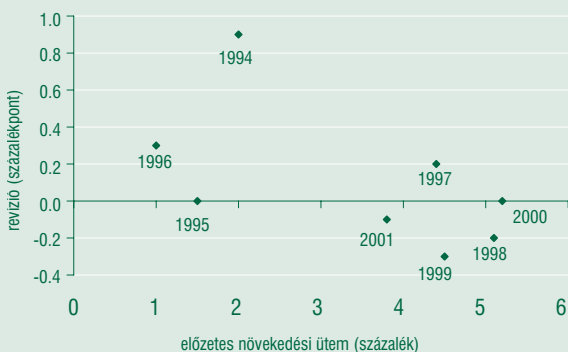
³⁷ Hozzá kell tenni, hogy a minta nem reprezentatív sem ágazati besorolás, sem létszám alapján vett vállalatnagyság vonatkozásban.

³⁸ Atkinson, P. - York, R. (1999) „The reliability of Quarterly National Accounts in Seven Major Countries: A User's Perspective” OECD Economics department Working Papers No. 171. Faust, J. - Rogers, J. - Wright, J. (2000) "News and Noise in G-7 GDP Announcements" Board of Governors of the FED International Discussion Papers No. 690

³⁹ A témáról ld.: Hüttl - Pozsonyi: Gondolatok a felülvizsgálati politikáról, *Statisztikai Szemle* 2001/8, MNB Jelentés az Infláció Alakulásáról, 2002 február, *A GDP adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre*.

V-3. ábra: Előzetes GDP növekedési ütemek és revíziók

(éves adatok 1994-2000)

**V-4. ábra: Előzetes GDP növekedés ütemek és a revíziók**

(negyedéves adatok 1998-2000)



időszakban általában nem vizsgálják felül a korábban közölt adatokat. Az éves adatok alapján viszont az évközi negyedéves közléseket felülvizsgálják.⁴⁰

Az ábrában összefoglaltuk a végleges adat változását az előzetes közléshez viszonyítva. A két közlés között jelentős revízió csak az 1994-ben volt, az azt követő években az éves adat revíziója nem volt szisztematikus, és felfelé és lefelé is legfeljebb 0,3 százalékpontot ért el.

A negyedéves adatokat csak az 1998-tól 2000-ig terjedő időszakra tudtuk megvizsgálni, így ezekből nem lehet következtetéseket levonni. A negyedéves adatoknál erre a három évre szisztematikus eltérést találunk: a negyedéves GDP-re vonatkozó első közlések ezekben az években magasabb növekedést mutattak, mint a végleges adatok. 1998-ban és 1999-ban az éves adatoknál is lefelé korrigálták a végleges adatot az előzetes közléshez viszonyítva, tehát a negyedéves adatok korrekciója az éves adattal egyirányú volt. A negyedéves revízió mértéke jóval meghaladja az éves adatokét: míg az éves adatokat 0,2-0,3 százalékponttal korrigálták, az egyes negyedéves növekedési ütemek akár fél százalékpontot is változtak.

Magyarországon a GDP-ben a revíziók relatív (a növekedés mértékéhez képest vett) mértéke alatta marad az egyes fejlett országokban tapasztaltnak. A revíziók közti különbség nem jelzi a nemzeti statisztikák közti minőségbeli különbséget; inkább az alkalmazott gyakorlat eltéréseivel függ össze. Előzetes eredményeink nem utalnak arra, hogy Magyarországon az éves GDP-növekedés üteme nagymértékben felülvizsgálatra kerülne a jövőben, ugyanakkor a negyedéves értékek az előzetes közléshez képest még jelentős mértékben változhatnak.

⁴⁰ Éves GDP adatra a tárgyév lezárása után 3-4 hónappal jelenik meg az első előzetes közlés, majd ezt követően kétszer közölnek felülvizsgált adatokat. A második előzetes közlés 10 hónappal a tárgyévet követően az adóbevallások gyors feldolgozása után jelenik meg. A harmadik közlés, amely már az összefüggés vizsgálatok alapján számított végleges adatokat tartalmazza, a tárgyévet követő 16. hónap után jelenik meg.

A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998. november

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. november

1. A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
2. A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
3. A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41

2002. február

1. A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
2. A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
3. Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53

2002. augusztus

1. Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
2. Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és a maastrichti inflációs követelmény? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
3. Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?	51
4. Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
5. Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
6. Az euró bevezetésének gazdasági következményei	54

2002. november

1. Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
2. Várható-e a 2002-es GDP adatok felülvizsgálata?	45