

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2003.
február

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	8
I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	9
<i>I. 1. A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk</i>	9
I. 1. 1. A 2002 negyedik negyedévi adatok értékelése	9
I. 1. 2. A novemberi előrejelzés és a tények összevetése	10
<i>I. 2. A fogyasztói árindex előrejelzése</i>	11
I. 2. 1. A forint árfolyamának hatása az inflációra	13
I. 2. 2. A magas olajár és a gyenge dollár árfolyam hatása	14
I. 2. 3. A fiskális politika hatása az inflációra	14
I. 2. 4. Az alap-előrejelzést övező bizonytalanság	15
II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	17
<i>II. 1. Kereslet</i>	17
II. 1. 1. Külső kereslet	18
II. 1. 2. Az államháztartás keresleti hatása	19
II. 1. 3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás	21
II. 1. 4. Vállalati beruházások	24
II. 1. 5. Készletberuházás	25
II. 1. 6. Külkereskedelem	26
II. 1. 7. Külső egyensúly	27
<i>II. 2. Termelés</i>	27
III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG	30
<i>III. 1. A munkaerő kihasználtsága</i>	31
<i>III. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség</i>	32
<i>III. 3. Bérinfláció</i>	32
<i>III. 4. Termelékenység és a fajlagos munkaerő-költségek alakulása</i>	34
<i>III. 5. Versenyképesség</i>	35
IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK	37
<i>IV. 1. A nemzetközi környezet és kockázati megítélés</i>	37
<i>IV. 2. Kamat és árfolyamalakulás</i>	38
IV. 2. 1. Kamat és árfolyam-várakozások	39
<i>IV. 3. Tőkeáramlások</i>	40
<i>IV. 4. Hosszú hozamok és inflációs várakozások</i>	41

V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	43
<i>V. 1. A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások</i>	43
<i>V. 2. Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?</i>	46
<i>V. 3. Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?</i>	48
<i>V. 4. A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban</i>	50
<i>V. 5. Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?</i>	52
<i>V. 6. „Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról</i>	53

A Monetáris Tanács állásfoglalása

2003-ban megtorpan az infláció mérséklődése

A Monetáris Tanács megítélése szerint az előző jelentés óta eltelt időszakban bekövetkezett változások hatására 2003-ban a korábban vártnál magasabb infláció alakulhat ki. Jelenlegi előrejelzéseink szerint 2003-ban a korábban kijelölt célsáv feletti, 2004-ben a célsáv felső tartományába eső infláció várható. A jelenleg előrelátható makrogazdasági feltételek mellett 2003. decemberére 5% körül várható az éves árnövekedés üteme.

*Inflációra ható tényezők:
Lassabb növekedés, de magasabb béremelkedés, a költségvetés vártnál kisebb keresletszűkítő hatása és emelkedő olajárak*

A világgazdasági konjunktúra kedvezőtlenebb alakulása és ezzel összefüggésben a GDP lassabb, éves szinten 3,5% körül várható növekedése az inflációs nyomás mérséklődése irányába hat. Az inflációs nyomást azonban növeli a gazdaság teljesítménynövekedésénél gyorsabb bérkiramlás. A költségvetési hiány mérséklésének szerkezete miatt annak keresletszűkítő hatása a korábban vártnál kisebb mértékben járul hozzá az infláció csökkentéséhez. A kőolajárak is számottevően emelkedtek.

2004-ben a dezinfláció folytatódik

Előrejelzésünk szerint 2004 végére 4% körüli szintre mérséklődhet az áremelkedés üteme. A dezinfláció újbóli megindulását elősegítheti, hogy a Középtávú Gazdaságpolitikai Program által kitűzött pályának megfelelően jövőre a fiskális politika további jelentős keresletszűkítő intézkedéseket hajt végre. Arra is számítunk, hogy a 2003. évi magasabb béremelkedés és a lassabb gazdasági növekedés nagyobb fegyelmet kényszerít a vállalatokra a 2004-es bérek megállapításánál. Korábbi várakozásainkhoz képest ma kedvezőtlenebbnek látszik a világgazdasági konjunktúra alakulása. Ennek következtében 2004-ben is 3,5% körüli GDP bővülés várható. A Monetáris Tanács megítélése szerint 2004-ben nagyobb az infláció további mérséklődése irányába ható tényezők súlya, mivel valószínűnek tűnik, hogy a nemzetközi olajárak visszatérnek a korábbi időszakban jellemző szintre.

A jegybank dezinflációt támogató eszközei a jelenlegi helyzetben korlátozottak, ezért az infláció csökkentésében a korábbinál nagyobb szerep hárul a bérkiramlás visszafogására és a fiskális szigorra.

Az árfolyamsáv felértékelésére irányuló sikertelen spekulatív támadás utóhatásai befolyásolják a monetáris kondíciókat.

Január 15-16-án jelentős spekulatív tőke áramlott az országba, melynek célja az árfolyamsáv eltolásának kikényszerítése volt. A Magyar Nemzeti Bank azonban ennek sikeresen ellenállt. A spekulatív támadás utóhatásaként tartós likviditásbőségre számítunk a pénzpiacon, ami leértékeltébb árfolyam kialakulása irányába hat.

A fiskális politika rövidtávú alkalmazkodási képességei korlátozottak és a monetáris politikának az árfolyamsáv szabta korlátok miatt nincs lehetősége a dezinfláció gyorsítására, a Monetáris Tanács szükségesnek látja, hogy a 2004. év végére vonatkozó inflációs célt a monetáris politika lehetőségeivel összhangban értelmezze. Ezért a jegybank tudomásul veszi, hogy a 2004. év végi infláció 4% körül alakulhat. Az inflációs jelentésben szereplő 2003-2004. év végi áralakulások eléréséhez nincs szükség a jelenlegi monetáris kondíciók megváltoztatására.

Budapest, 2003. február 10.

Magyar Nemzeti Bank
Monetáris Tanács

A Monetáris Tanács az árfolyamsáv korlátai miatt tudomásul veszi, hogy 2004. decemberére az infláció 4% körül alakul. Ennek eléréséhez jelenleg nincs szükség szigorúbb monetáris kondíciókra

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

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

	2001	2002		2003		2004	
	Tény	Beclsés (tény)		Előrejelzés			
		Nov.	Új*	Nov.	Új*	Nov.	Új*
<i>Fogyasztói árindex</i>							
December	6,8	5,3	4,8	4,6	5,2	4,2	4,0
Éves átlag	9,2	5,4	5,3	5,2	5,2	4,3	4,6
<i>Gazdasági növekedés</i>							
Külső kereslet	0,8	-1,9	(-1,0)-(-0,9)-(-0,8)	4,7	2,4-3,9-5,0	6,2	3,0-4,8-6,5
Feldolgozóipari hozzáadott érték	1,6	-0,5	(-0,3)-0,2-0,7	4,7	2,0-3,5-4,5	7,0	2,5-4,2-6,0
Lakossági fogyasztás ¹	5,6	9,4	8,9-9,1-9,2	7,3	5,4-6,6-7,4	3,9	3,2-4,1-5,0
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	6,5	5,5-6,5-7,0	4,3	1,5-3,4-5,0	4,2	1,0-3,1-5,0
Belföldi felhasználás	2,0	5,6	5,0-5,2-5,4	4,9	4,0-4,3-4,6	3,7	2,8-3,3-3,8
Export	9,1	4,8	5,2-5,7-6,0	5,7	4,0-6,2-8,0	9,7	4,5-7,8-11,1
Import	6,3	8,4	8,0-8,5-9,0	7,1	5,0-7,3-9,5	8,7	4,0-7,2-10,4
GDP	3,7	3,2	3,2-3,3-3,4	3,9	3,2-3,5-3,8	4,2	3,2-3,6-4,0
<i>Folyó fizetési mérleg hiány²</i>							
A GDP százalékában	2,2	5,2	5,5-5,6-5,7	5,5	5,2-5,7-6,1	5,2	4,7-5,2-5,7
Milliárd euróban	1,2	3,5	3,7-3,8-3,9	4,0	3,9-4,2-4,5	4,1	3,7-4,1-4,5
<i>Államháztartás</i>							
Keresleti hatás ³	1,8	3,4	4,2-4,3-4,6	-1,2	(-0,2)-(-0,9)-(-1,3)	-1,4	(-2,2)-(-2,4)-(-2,6) ⁴
<i>Munkapiac (versenyszféra)⁵</i>							
Bérinfláció	14,6	13,4	12,6-12,9-13,2	6,0 ⁴	6,8-7,8-8,8	6,0 ⁴	4,2-5,4-6,6
Foglalkoztatottság	1,1	-0,2	(-0,4)-(-0,3)-(-0,2)	0,3	(-0,7)-(-0,1)-0,5	1,2	(-0,7)-0,1-0,9
<i>Feldolgozóipari fajlagos munkaerő-költség alapú reálárfolyam⁶</i>							
Éves átlag	8,6	11,7	10,9-11,3-11,7	(-0,2)	0,4-(-0,1)-(-0,6)	(-2,2)	(-0,4)-(-1,1)-(-1,8)
Negyedik negyedév	14,5	8,5	8,0-8,7-9,4	(-3,8)	(-4,0)-(-4,5)-(-5,0)	(-0,7)	(0,9)-0,2-(-0,5)

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

¹ Lakossági fogyasztási kiadás² A 2002-ben érvényes módszertan szerint³ A GDP százalékában⁴ Feltételezés⁵ Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga⁶ A pozitív érték felértékelődést jelent

I. Inflációs folyamatok

I. 1. A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk

2002 decemberében a fogyasztói infláció értéke 4,8 százalék volt. Ezzel a Monetáris Tanács által tavaly év végére – 2001 közepén – kitűzött inflációs cél a centrális értékhez közel teljesült.

A cél elérésében, illetve a fogyasztói árindex másfél év alatt bekövetkezett 6 százalékpontos csökkenésében a monetáris politikának jelentős szerepe volt. Saját számításaink mellett (ld. V. 2. fejezet) ezt érzékelteti a KSH által közölt maginflációs index csökkenése is: a monetáris politika számára külsődleges, esetenként nagy változékonysággal jellemezhető csoportok (például háztartási energia, nyers élelmiszerek, üzemanyagok, hatósági árak) kiszűrésével készített mutató közel annyit (5 százalékpontot) csökkent 2001 közepe óta, mint a fogyasztói árindex.

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

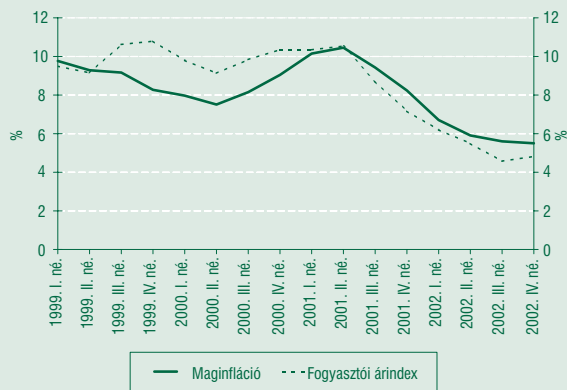
A tavaly év végi adatok részleteit tekintve kiemeljük, hogy az inflációs folyamatok értékelése szempontjából fontos maginflációs mutató 2002 negyedik negyedévében 5,5 százalék volt. Megjegyezzük, hogy a *Jelentésünk* lezárása óta beérkezett fogyasztói árindex adat 4,7 százalék, a maginfláció 5,3 százalék volt. A januári adatok megfelelnek az itt leírtaknak.

A teljes iparcikk aggregátum inflációja a harmadik negyedévi megtorpanás után az utolsó negyedévben újra csökkent. A tartós iparcikk körében azonban, először a forint sávszélesítése óta, az árszínvonal emelkedése volt megfigyelhető, amit jól mutat a negyedéves index alakulása is. Ez azonban nem jelenti feltétlenül az árfolyam alapú dezinfláció megtörését. Egyrészt a szeptemberi és októberi növekedés után az év utolsó két hónapjában a szezonálisan kiigazított adatok újra árcsökkenést mutattak. Másrészt az árfolyam hatása a termékárakra nem azonnali, hanem hónapokig tartó begyűrűzési folyamat eredménye, így az árfolyam 2001 májusa óta tartó, majd az elmúlt negyedévben ismét jelentősebb felértékelődése a következő negyedévekben is tovább mérsékelheti az árakat.

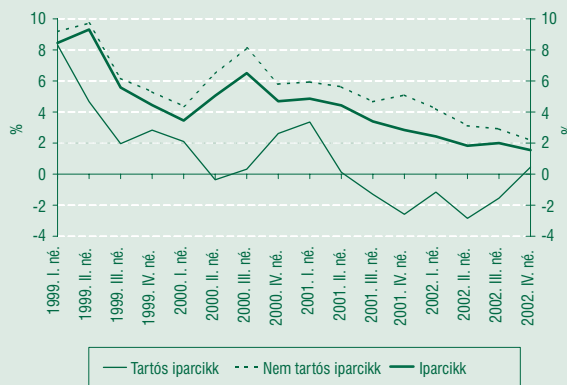
A nem tartós iparcikk árfolyam alapú dezinflációja az euróvezetési importált infláció enyhe mérséklődése mellett tovább folytatódott, a háztartások fogyasztási kiadásainak gyorsuló növekedése ellenére.

A piaci szolgáltatások ára is legnagyobb mértékben a monetáris politika által közvetve befolyásolt tényezők, például a nominális forint árfolyam, a jövedelmek, a kereslet, a bérköltség, az inflációs várakozás, vagy az inflációs tehetetlenség

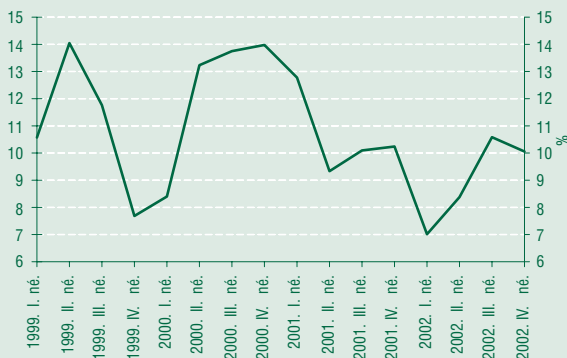
I-1. ábra: A fogyasztói infláció és a maginfláció alakulása (éves növekedési ütem)



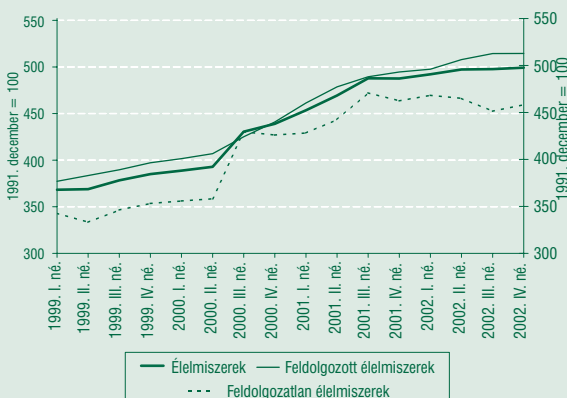
I-2. ábra Az iparcikk inflációja (évesített negyedéves növekedési ütem)



I-3. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja
(évesített negyedéves növekedési ütem)



I-4. ábra: Az élelmiszerek árszínvona
(1991. december=100)



I-5. ábra: A jármű-üzemanyag árszintje
(1991. december=100)



hat. A negyedik negyedévben ezen jószágkör árnövekedési üteme nem gyorsult tovább. Ez annak ellenére következett be, hogy a háztartások nettó jövedelmeire, illetve fogyasztási kiadásaira vonatkozó ténybecslésünk az elmúlt év harmadik és negyedik negyedévére is gyorsuló növekedést jelez.

Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációjának eltérése az árfolyamalapú dezinfláció folytatódása ellenére nem nőtt tovább. Ezt magyarázhatja az iparcikkek, azon belül is különösen a tartós iparcikkek szolgáltatásokhoz viszonyított relatív árának változása, amely a keresletet az iparcikkek felé tereli, mérsékelve a szolgáltatások iránti keresletnövekedést.

Az élelmiszerárak alakulását a forint nominális árfolyama, a kereslet és a bérköltségek alakulása mellett jelentős mértékben befolyásolják a monetáris politika számára exogén tényezők is. A teljes aggregátum árszintje kismértékben növekedett, elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek árának növekedése miatt. Ez az év utolsó három hónapjában bekövetkezett emelkedés azonban nem mutatkozott meg a feldolgozott élelmiszerek árának növekedésében. Ez egyrészt a feldolgozatlan termékek árváltozásának a feldolgozott termékek árába való hónapokig tartó begyűrűzés késleltető hatásával magyarázható, ami miatt a feldolgozatlan termékek harmadik negyedévi árcsökkenésének hatása a negyedik negyedévben még jelentős lehetett. Másrészt a mezőgazdasági termelői árak, illetve feldolgozatlan élelmiszerek negyedik negyedévi emelkedése azok szokatlanul nagymértékű nyári áresésének korrekciójaként is értelmezhető, így annak begyűrűzési hatása is enyhébb lehet. Mindazonáltal az erősebb forintárfolyam is mérsékelhette a feldolgozott élelmiszerek árnövekedését.

A jármű-üzemanyag ára a forint euróval szembeni árfolyamán kívül jelentős mértékben exogén tényezők, például a világpiaci olajár, illetve az euró dollárral szembeni árfolyama is hat. Az elmúlt év során az előbb említett exogén tényezők, illetve a jövedéki adó júliusi emelése összességében a jármű-üzemanyagok árszintjét megemelte. A forint árfolyamának felértékelődése nyomán azonban a jármű-üzemanyag ára a negyedik negyedévben a 2001 közepén megfigyelt szinten volt.

A dohánytermékek és az alkohol árát döntően meghatározza az adózási környezet változása. Az augusztusi dohánytermékeket érintő jövedéki adó emelés még a negyedik negyedévben is éreztette hatását, amely a raktárkészletek több hónapos kifizési idejével magyarázható.

A regulált termékkör árában a negyedik negyedévben nem volt alapvető változás. Áremelkedés a hírközlési szolgáltatások szabályozott áraiban következett be.

I. 1. 2. A novemberi előrejelzés és a tények összevetése

2002 utolsó negyedévében a fogyasztói infláció 0,3 százalékponttal alacsonyabb lett a 2002. novemberi előrejelzésünkénél. A monetáris politika számára releváns tételeket tartalmazó maginflációra vonatkozó prognózisunk ennél kisebb mértékben, 0,2 százalékponttal haladta meg a bekövetkezett árnövekedést.

Novemberi *Jelentésünkben* jeleztük, hogy óvatossági szempontból számoltunk a rendelkezésünkre álló olajár prognózisok közül azzal, amelyik a teljes előrejelzési horizonton a legmagasabb. Mivel október végétől estek az olajárak, már akkor láttuk, hogy rövidtávon szabályalapú előrejelzésünk a 2002. decemberi inflációt felül fogja becsülni.

Az iparcikkek, a piaci szolgáltatások, a feldolgozatlan élelmiszerek, a piaci energia valamint az alkohol és dohányárúk körében bekövetkezett infláció gyakorlatilag megegyezett az ezekre vonatkozó előrejelzésünkkel. Ezzel szemben a feldolgozott élelmiszerek árnövekedési üteme elmaradt a prognózistól, csakúgy mint a jármű-üzemanyag, illetve a regulált jószágok esetében. A következőkben megvizsgáljuk, hogy az eltérést az általunk alkalmazott feltevések, vagy egyéb tényezők okozták.

Az exogén tényezőkre vonatkozó novemberi jelentésünkben megfogalmazott alapfeltevések és a tényadatok eltérése, azaz a forint euróval, illetve dollárral szembeni erősödése, illetve az olajár novemberi csökkenése megmagyarázza a jármű-üzemanyagra vonatkozó előrejelzési hibát. Ez utóbbi hatásra már a múltkori előrejelzés kialakításakor számítottunk, azt a novemberi *Jelentés* szövegében jeleztük.

A feldolgozott élelmiszerek árnövekedése az általunk előrejelzettnél mérsékeltebb volt, amelyben a főszerepet a feldolgozatlan élelmiszerek őszi áremelkedésének az általunk vártnál mérsékeltebb begyűrűzése játszhatta. Az alacsonyabb árnövekedéshez hozzájárulhatott a forint felértékelődése is, ugyanis az erősebb forint csökkenti az importált cikkek árát, miközben visszafogja a belföldi termelők áremelési törekvéseit is.

A regulált telefon és a postai szolgáltatások körében megvalósult októberi, illetve novemberi áremelések okoztak előrejelzésünkhöz képest meglepetés inflációt. Ennek hatását azonban meghaladta az általunk negyedik negyedévre várt központi-, és távfűtés áremelés elmaradása.

I. 2. A fogyasztói árindex előrejelzése

Aktuális előrejelzésünkben az idei év végére 5,2%-os, jövő év végére 4,0%-os fogyasztói árindexet prognosztizálunk. Ezzel inflációs alap-előrejelzésünk 2003 végén 0,6 százalékponttal magasabb, 2004 végén azonban 0,2 százalékponttal alacsonyabb, mint a korábbi, novemberi *Jelentés*ben közzétett prognózisunk.

Az inflációs prognózis háttérében álló reálgazdasági előrejelzésünk – a novemberivel ellentétben – nem feltételes bérpályára épül, hanem saját előrejelzésre. Így aktuális bérelőrejelzésünk 2003-ra magasabb a korábbinál. Ezzel szemben 2004-ben a novemberinél némileg mérsékeltebb bérdinamikát és – részben a fokozott reálfelértékelődés hatása miatt – jóval alacsonyabb gazdasági növekedést prognosztizálunk.

Eközben az exogén tényezők közül novemberhez képest megváltoztak a forint/euró árfolyamra, a világpiaci olajárra és a dollár/euró árfolyamra, illetve a regulációra adott feltevéseink is. Előrejelzésünket most – a Monetáris Tanács kérésére – 245 forintos euró árfolyamra írtuk fel. Ez némileg gyengébb forint árfolyam, mint a novemberi *Jelentésben* alkalmazott feltevés. A januári átlagra épülő olajár feltevésünk ugyan jelentősen emelkedett, ezt nagyban ellensúlyozta a hasonlóan kialakított dollár/euró árfolyam gyengülése: összességében, euróban nézve az olajár feltevésünk csak kisebb mértékben emelkedett. Regulációs feltevésünkbe beépítettük az idei évre megismert döntéseket; 2004-re pedig azzal a feltevéssel éltünk, hogy

I-1. táblázat: Inflációs alap előrejelzésünk és a tényadatok 2002 negyedik negyedévében

Csoport	Súly (%)	Tény		Különbség* százalékpont	A különbség hatása a fogyasztói árindexre
		Előző év azonos időszakához képest, %	Novemberi előrejelzés		
Élelmiszerek	19,0	2,4	3,0	-0,6	-0,12
Feldolgozatlan	6,2	-1,0	-0,9	0,0	0,00
Feldolgozott	12,8	4,0	4,9	-0,9	-0,12
Iparcikkek	27	2,0	2,0	0,0	-0,01
Piaci szolgáltatások	19,4	9,0	8,9	0,1	0,01
Piaci energia	1,5	4,0	4,0	0,1	0,00
Jármű-üzemanyag	5,2	8,2	11,4	-3,2	-0,17
Alkohol, dohányárú	9,1	11,0	11,1	0,0	0,00
Szabályozott árak	18,9	3,0	3,3	-0,3	-0,05
Fogyasztói árindex	100,0	4,8	5,1	-0,3	-0,29
Maginfláció	68,2	5,5	5,7	-0,2	-0,15

* A kerekítésből adódhatnak eltérések

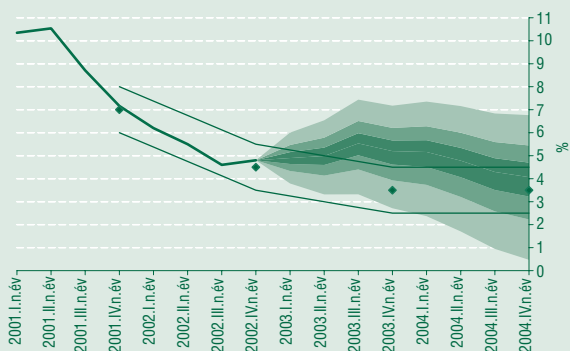
I-2. táblázat: A novemberi előrejelzés feltevései és a tényadatok 2002. IV. negyedévében

	A novemberi előrejelzésben szereplő feltevés	A 2002. IV. negyedévi tények
Forint/euró árfolyam (Ft)	243,6	239,3
Dollár/euró árfolyam (cent)	98,2	100,1
Brent olajár (dollár/hordó)	27,6	26,8
Importált iparcikk infláció (%) *	1,1	1,2
Vásárolt lakossági fogyasztás (%) **	11,5	10,2
Versenyszektor bruttó bérnövekedés (%) **	12,9	12,7

* Euróavezet iparcikk infláció, évesített havi növekedési ütemek átlaga (NewCronos-kód:igoodsxe)

** Előző év azonos időszakához képest, 2002. IV. negyedévre ténybecslés.

I-6. ábra: A fogyasztói árindex előrejelzésének legyezőábrája*



* 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 módszert) 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 mellénk rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják. A Kormány és a Magyar Nemzeti Bank közös megállapodása alapján a 2003. decemberi inflációs cél 4,5% alatti inflációként lett újraértelmezve.

a regulációs áremelkedés mértéke nagyjából megegyezik a piaci szolgáltatások átlagával.

Annak, hogy az idei év végére magasabb inflációt jelzünk előre, fő oka, hogy jelenlegi előrejelzésünk – a novemberi előrejelzéssel ellentétben – nem feltételes bérpályára épül, melynek következtében jelenlegi 2003-as bérelőrejelzésünk magasabb a korábbiánál. Továbbá, magasabb idei inflációt okoz az euróban mért olajár feltevésünk emelkedése, illetve a gyengébb forint árfolyam hatása is.

2004 végére a novemberinél némileg alacsonyabb inflációt jelzünk előre. Ennek oka a 2004-re vonatkozó a korábbiánál mérsékeltebb bérinflációs és alacsonyabb gazdasági növekedés előrejelzés és a feltételezett nagyobb fiskális keresletszűkítés. Ehhez járul hozzá, hogy – technikai okok miatt – 2004 végén a regulációs feltevésből adódó előrejelzés alacsonyabb, mint a novemberi *Jelentésben*.

Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex az idei év végén 0,7 százalékponttal meghaladja az inflációs célsáv felső határát, míg 2004 végén a célsávban található. Ugyanakkor az alap-előrejelzést övező bizonytalanság eloszlása mindkét évben valamelyest mérsékeltebb infláció irányába mutat. A novemberinél magasabb alap-előrejelzéshez így most alacsonyabb infláció felé mutató kockázatok tartoznak.

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

	Súly** (%)	2003					2004				
		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.
Élelmiszerek	10,9	1,9	2,2	4,5	4,9	5,4	5,8	5,4	5,0	4,7	4,7
Feldolgozatlan	6,2	-1,7	0,6	7,1	5,7	6,6	6,4	5,6	4,9	4,7	4,7
Feldolgozott	12,8	3,6	2,8	3,0	4,3	4,7	5,3	5,3	5,0	4,7	4,7
Iparcikkék	27,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,8	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9
Piaci szolgáltatások	19,4	9,0	8,7	7,9	7,0	6,8	6,7	6,3	5,9	5,6	5,5
Piaci energia	1,5	5,3	7,0	8,0	8,0	7,4	6,6	4,5	3,2	2,6	2,4
Jármű-üzemanyag	5,2	12,3	9,1	5,2	5,2	6,0	4,7	3,5	3,3	3,4	3,3
Alkohol, dohányárú	9,1	9,7	9,8	9,6	7,6	7,0	7,2	7,4	7,3	6,9	6,8
Szabályozott árak	18,9	3,6	4,9	7,6	7,4	7,3	7,5	6,9	5,5	5,3	5,3
Fogyasztói árindex	100	4,9	5,0	5,5	5,2	5,2	5,2	4,8	4,3	4,1	4,0
Becsült maginfláció	68,2	5,3	5,1	4,8	4,5	4,5	4,4	4,3	4,0	3,7	3,7
Inflációs különbség***		7,2	6,9	6,1	5,3	5,1	5,3	5,1	4,9	4,7	4,6
Éves átlagos árindex				5,2				4,6			

* A Jelentés lezárása után beérkezett 2003. januári inflációs adat (4,7%) lényegileg összhangban van előrejelzésünkkel.

** A súlyok a 2002-es évhez tartoznak. 2003-as súlyozás ebben az előrejelzési fordulóban még nem áll rendelkezésre.

*** A piaci szolgáltatások és iparcikkék inflációjának különbsége, százalékpontban

I-4. táblázat: Az alap-előrejelzés feltevései

	2002. novemberi előrejelzésben		Jelenlegi előrejelzésben		Változás	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Forint/euró árfolyam*		243,6		245,0		+0,6%
Dollár/euró árfolyam (cent)**		98,2		106,2		+8,2%
Brent olajár (dollár/hordó)**		27,6		31,2		+13%
Importált infláció (évesített havi növekedési ütemek átlaga)***		1,1		1,1		0,0
Bruttó bérinfláció a versenyszférában (éves átlag, %)	6,0	6,0	7,8	5,4	+1,8	-0,6
Vásárolt lakossági fogyasztás növekedése (éves átlag, %)	7,3	3,9	6,6	4,1	-0,7	+0,2

* A Monetáris Tanács árfolyamfeltevése

** A feltevés január hónap átlagaként számítva.

*** Euróavezet-11 iparcikk inflációja, Eurostat NewCronos-kód: igoodsxe.

I. 2. 1. A forint árfolyamának hatása az inflációra

Jelenlegi előrejelzésünkben a forint/euró árfolyamra adott feltevés kialakításánál a Monetáris Tanács feltevését alkalmaztuk. Ez a novemberi *Jelentés*ben szereplő árfolyamnál valamivel gyengébb, 245 forintos árfolyam-pályát eredményezett, mely előrejelzésünket magasabb infláció irányba mozdította el.

A novemberi árfolyam-feltevéshez képest gyengébb forint rövidebb távon elsősorban az importált olaj árán keresztül a jármű-üzemanyagok árát növeli, illetve egyes importált iparcikkek és élelmiszer termékek belföldi árában mutatkozhat meg. A sávszélesítést megelőző időszakhoz képest azonban aktuális árfolyam-feltevésünk még mindig jelentősen felértékelte, ami hosszabb távon az árfolyam-alapú defláció folytatódásával jár.

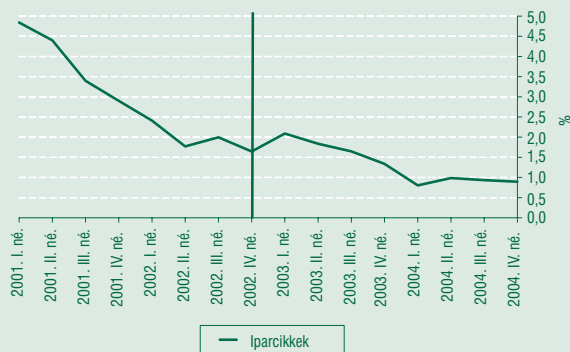
Előrejelzésünkben figyelembe vettük a 2002 végéig bekövetkezett árfolyam-felértékelődés hosszabb távon érvényesülő hatásait is. Ezek két csatornán keresztül jelentkeznek. Egyfelől, amennyiben a vállalatok bevételeik csökkenéséhez a nominálbéreken keresztül alkalmazkodnak, a csökkenő aggregált kereslet a fogyasztói infláció mérséklődésének irányába hat. Másfelől, ha a béralkalmazkodás nem teljes, az árrés is csökken, ami a kibocsátás és a munkaerő-kereslet visszaesésével jár. Az ennek hatására csökkenő foglalkoztatottság megint csak az aggregált keresletre gyakorolt negatív hatásán keresztül mérsékli az inflációt.

A fent leírt folyamatoknak megfelelően az iparcikk inflációs előrejelzésünk 2003 első negyedévében kissé emelkedik, majd 2004 elejéig folyamatosan csökken. Ezzel szemben 2004-től a termékkör inflációja viszonylag alacsony szinten stagnál; a teljes iparcikk termékkörben nem számítunk deflációra. Az árfolyam-erősödésre leginkább reagáló tartós iparcikkek termékkörnél viszont – az elmúlt másfél év folyamataihoz hasonlóan – a defláció folytatódását prognosztizáljuk.

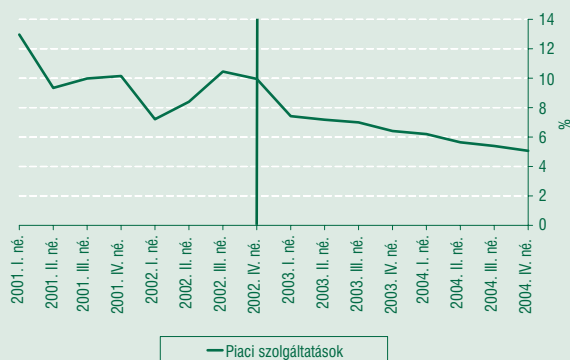
Az árfolyam deflációs hatása jelentősen alakítja a piaci szolgáltatások inflációjának előrejelzését is, mely a teljes előrejelzési horizonton folyamatos csökkenést mutat. Ebben a termékkörben a folyamatos deflációt a prognosztizált bérinflációs pálya fokozatos mérséklődése is erősíti. Továbbá a novemberi előrejelzésünkhöz képest némileg alacsonyabb előrejelzés összhangban van a lakossági fogyasztás áruszerkezetére vonatkozó legutóbbi vizsgálatunk eredményével. Eszerint az utóbbi két évben a lakossági kereslet bővülése növekvő mértékben tartós fogyasztási cikkekre fordítódott, míg a szolgáltatások iránti relatív kereslet – s így a keresleti élenkülés piaci szolgáltatásokra irányuló inflációs hatása is – csökkent (ld. II.1.3. fejezet).

A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációs különbözete alakulását két folyamat alakítja. Egyrészt, az árfolyamalapú defláció során a különbözet növekszik, mivel az iparcikkeknek erőteljesebb az árfolyam deflációs hatása. Ennek megfelelően az inflációs különbözet növekedését figyelhetjük meg az elmúlt évben. Másrészt, a szolgáltatások inflációjánál jobban lassuló iparcikk infláció a belföldi keresletet eltéríti az iparcikkek felé, ami az inflációs különbözet mérséklődését indíthatja meg. Ez utóbbi folyamattal összhangban aktuális előrejelzésünkben az inflációs különbözet fokozatos csökkenését prognosztizáljuk az előrejelzési horizont végéig.

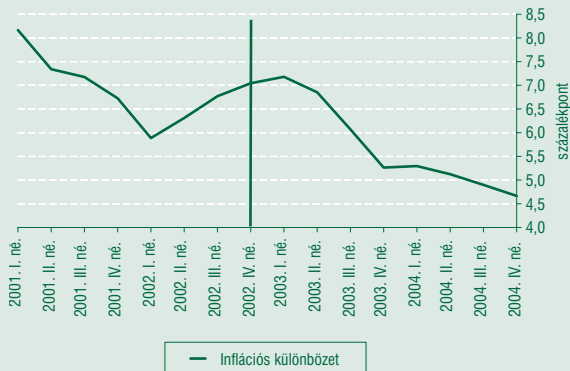
I-7. ábra: Az iparcikkek inflációjának előrejelzése
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



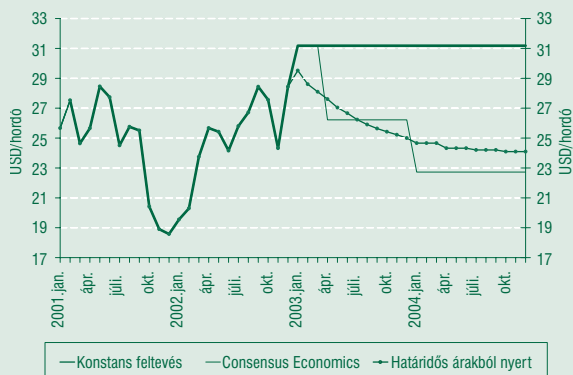
I-8. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának előrejelzése
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



I-9. ábra: A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációs különbözete előrejelzése
(éves indexek különbsége)



I-10. ábra: Alternatív olajár-feltevések a Brent olajárra



I. 2. 2. A magas olajár és a gyenge dollár árfolyam hatása

A korábban említett szabálynak megfelelően a világpiaci olajárra és a dollár/euró árfolyamra vonatkozó feltevéseinket az utolsó lezárt hónap, azaz most 2003. január átlagán rögzítettük. Ez egy igen magas olajár-feltevést és egy viszonylag gyenge dollár árfolyam-feltevést eredményezett.

A magas világpiaci olajár rövidebb távon a jármű-üzemanyagok árán keresztül növeli a fogyasztói inflációt, míg hosszabb távon a költségek növekedésén keresztül más energiaigényes termékek (főleg a piaci szolgáltatások és egyes feldolgozott élelmiszerek) árában is megjelenik. Ezzel szemben a dollár árfolyamának gyengülése ugyanezekben a folyamatokon keresztül ellenkező, azaz deflációs irányban hat. Összességében e két hatás együttese (euróban számított olajár változása) inflációt növelő tényezőnek tekinthető.

Az olajár-feltevés kialakításánál általában több információforrást is figyelembe veszünk, melyek a konstans olajár-szabály alapján számolt feltevés mellett alternatív pályákat adnak. Jelenleg a londoni (IPE) tőzsdei határidős árak, illetve a Consensus Economics (2003. január 20-i felmérése) előrejelzése alapján alakítottuk ki alternatív olajár-pályáinkat. Ezek az alap-előrejelzésben szereplő konstans pályánál alacsonyabb és az előrejelzési horizont végéig folyamatosan csökkenő olajárát valószínűsítünk.¹ Az alternatív pályához hasonló, csökkenő olajár-pálya bekövetkezésének lehetséges inflációs hatásait az előrejelzésünk bizonytalanságai között vesszük figyelembe.

I. 2. 3. A fiskális politika hatása az inflációra

A fiskális politika inflációra gyakorolt hatása közvetve az államháztartási szektor által okozott keresleti hatáson, közvetlenül pedig a hatósági árszabályozáson és az indirekt adókon keresztül jelentkezik. Ezekkel a hatásokkal kapcsolatban elsősorban a 2003-as évre rendelkezünk megbízható információkkal, a 2004-es évre vonatkozóan pedig – hivatalos információk hiányában – csak viszonylag egyszerű, transzparens feltevésekkel élhettünk.

A fiskális keresleti hatás a 2003-as évben várhatóan – az összességében várt kereslet-szűkítés ellenére – inflációt növelő tényező lesz, mely a fiskális keresleti hatás szerkezetével, a 2002 második felében végrehajtott közalkalmazotti béremelések és növekvő lakossági transzferkifizetések áthúzódó hatásával magyarázható (vö. V.1. alfejezetbeli elemzés). A lakossági jövedelmek felé irányuló fiskális expanzió a belföldi lakossági kereslet növelésén keresztül jelentős inflációs nyomást jelent, mely meghatározó tényezője lesz a 2003-as évi infláció alakulásának. Számításaink szerint a fiskális politika inflációt növelő hatása 2003-ban 1,3 százalékpontra tehető (ld. V.1. fejezet).

A szabályozott árak számításánál 2003-ra vonatkozóan a költségvetési törvény és más hivatalos döntések által előírt áremeléseket vettük figyelembe. A közvetett adókat tekintve a dohánytermékek jövedéki adójának 2003 második negyedévre ter-

¹ Eredetileg mindkét alternatív olajár-pálya a WTI olajárra készül el. Az előrejelzés során azonban a WTI árakat átszámítjuk Brent árakra. Az átszámításnál figyelembe vesszük, hogy a WTI árak szisztematikusan magasabbak a Brent áraknál, az eltérés átlagos mértéke pedig 1,8 dollár/hordó.

vezett emelése önmagában 10,6%-os fogyasztói áremelkedést jelenthet a dohánytermékeknél, melyet teljes mértékben érvényesítettünk az előrejelzésünkben. Összességében a 2003-as szabályozott árakra vonatkozó előrejelzésünk éves átlagban 0,4 százalékponttal magasabb a novemberi előrejelzésnél.²

2004-re azzal az egyszerű feltételezéssel éltünk, hogy a termékkör éves átlagos áremelkedése a piaci szolgáltatások inflációjával nagyjából megegyező mértékű lesz.³ Megjegyezzük, hogy – konkrét információ hiányában – 2004-ben a dohány és a jármű-üzemanyagok jövedéki adójának az átlagos inflációval megegyező mértékű emelésével számolunk.

I. 2. 4. Az alap-előrejelzést övező bizonytalanság

Az alap-előrejelzés bizonytalansági eloszlását a múltbeli előrejelzési hibáink és a Monetáris Tanács kockázat-értékelése alapján készítettük el. Az aktuális előrejelzésünk körüli bizonytalanság mértéke megfelel a korábbi előrejelzési hibáink szóródásának, míg a bizonytalansági eloszlás alakja az alap-előrejelzésnél némileg alacsonyabb infláció felé mutat. Az alap-előrejelzés lefelé irányuló enyhe aszimmetriája 2003-ban a világpiacon olajárak alakulásával, 2004-ben pedig az olajárakkal és egyes jövedéki adóemelésekkel kapcsolatos bizonytalanságból ered.

A világpiacon olajárak jövőbeli alakulásának bizonytalansága mind 2003 végén, mind 2004 végén alacsonyabb infláció felé mutat. Ez annak következménye, hogy az előrejelzésnél használt olajár-feltevés az utóbbi időben kialakult igen magas olajárakat rögzíti a teljes előrejelzési horizontra. Bár rövidtávon az olajár további emelkedése sem zárható ki, közép- és hosszútávon inkább az olajár csökkenése valószínűsíthető.

Ezt tükrözik az alternatív olajár-feltevéseink is, melyek szerint az olajár az előrejelzési horizonton fokozatosan mérséklődik. Az alternatív olajár-pályákhoz hasonló csökkenő olajár-pálya megvalósulását feltételezve az inflációs előrejelzésünk 2003 végén 0,3-0,4 százalékponttal, 2004 végén pedig 0,2-0,3 százalékponttal lenne alacsonyabb az alap-előrejelzésnél.

A 2004-es évet tekintve alacsonyabb infláció irányába mutató kockázati tényező a dohánytermékek és a jármű-üzemanyagok jövedéki adójának emelése is. Az alap-előrejelzés készítésénél azt a semleges feltevést alkalmaztuk, hogy a jövedéki adók mértéke az átlagos infláció ütemével nő, melyhez – a Monetáris Tanács kockázatértékelésének megfelelően – lefelé irányuló kockázatot társítunk.

Alap-előrejelzésünkhöz képest a versenyszféra bérinfláció alakulásában rejlő kockázat mértéke általában megfelel a szokásos bizonytalanság mértékének. A kockázat irányát a Monetáris Tanács mindkét évben szimmetrikusnak ítélte. Mivel a bérinfláció kockázata szimmetrikus eloszlású, és ennek a tényezőnek a kockázat-érzékelésben nagy a súlya, ezért a legye-

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

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

² A novemberinél magasabb 2003-as előrejelzésünk elsősorban azzal magyarázható, hogy – a hivatalos döntések nyomán – felfelé módosítottuk a helyi és távolsági közlekedési tarifákra, valamint a távhőszolgáltatás és az elektromos áramszolgáltatás díjaira adott előrejelzésünket.

³ 2004 első felében a szabályozott árak várt inflációjára magasabb a novemberi előrejelzésünknél. Ez a 2003. májusra meghirdetett gázáremelés áthúzó hatása miatt magyarázható, mivel ezt az emelést a novemberi előrejelzésünkben januárra vártuk. 2004 második felében ugyanakkor viszonylag alacsony éves áremelkedési ütemekkel számolunk, mert tartjuk magunkat ahhoz a szabályhoz, hogy a szabályozott árak éves átlagban nagyjából a piaci szolgáltatások inflációjával megegyező ütemben emelkednek.

zőábra lefelé mutató aszimmetriája mindkét évben csak enyhe mértékű.

Végül az alábbi táblázat az inflációs előrejelzés változásait mutatja a legfontosabb magyarázó változóknak bekövetkezett sokkok esetén.

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

Tényező neve	Forgatókönyv*	Eltérés az alap-előrejelzéstől** (százalékpont)	
		2003. december	2004. december
Versenyszféra béralakulása	Mindkét évben éves átlagban egy százalékponttal magasabb bruttó bérnövekedés	0,26	0,31
Szabályozott árak alakulása	Mindkét évben egy százalékponttal nagyobb növekedés	0,22	0,22
Forint/euró árfolyam	Egy százalékkal gyengébb árfolyam a teljes előrejelzési horizont végéig	0,14	0,07
Brent olajár	10 százalékkal magasabb a teljes előrejelzési horizont végéig	0,22	0,02
Importált infláció	Fél százalékkal magasabb árszint a teljes előrejelzési horizont végéig	0,11	0,03

* A sokkok 2003 első negyedétől értendők.

** Éves indexek eltérése.

II. A konjunktúra alakulása

II. 1. Kereslet

Az idei és a jövő évben várható gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket a novemberi *Jelentés*ben közölt-nél alacsonyabbra módosítottuk. Mindez három fő tényezővel magyarázható. A külső keresletre vonatkozó prognózisunk – a magasabb olajár feltevés hatására –, némileg pesszimistábbá vált. A reálfelértékelődés miatt úgy látjuk, hogy az alacsonyabb vállalati jövedelmezőség nagyobb mértékben csökkenti a vállalati aktivitást. Végül, miközben a tavalyi fiskális expanzió aggregált keresletet élénkítő hatása még idén is jelentkezik, jövőre azt feltételeztük, hogy számottevő fiskális szigorításra kerül sor. Mindennek hatására idei GDP-növekedés előrejelzésünket 3,5 százalékra, a jövő évit pedig 3,6%-osra mérsékeljük.

Bár becslésünk szerint tavaly a külső kereslet visszaesése a korábban prognosztizáltnál kisebb mértékű volt és a ciklikus mélyponton túl kerültünk, idén a külső konjunktúra csak lassú felívelésére számítunk. Idén és jövőre a külső keresletet a magasabb olajár feltevés és a bizonytalan világgazdasági kilátások miatt ítéljük meg a korábbinál kedvezőtlenebbül.

A fiskális keresletbővítés 2002-ben a korábban előrejelzett-nél nagyobb mértékű, számításunk szerint a GDP arányában 4,3 százalékos volt. Ennek ellenére 2003-ra a korábban feltételezett-nél némileg kisebb mértékű fiskális keresletszűkítéssel számolunk. 2004-re abból indultunk ki, hogy a fiskális politika a Kormány Középtávú Gazdasági Programja szerinti pályára áll. Így jövőre – a 2002-2003-ban összességében a korábban várt-nál nagyobb keresletbővítés miatt – a novemberi *Jelentés*beli-nél nagyobb mértékű, 2,4 százalékos kereslet-szűkítő hatást kell feltételeznünk. Valószínűsítjük, hogy a középtávú pálya teljesüléséhez feltételezett 2004-es keresletszűkítés jellemzően az állami beruházások visszafogásával valósul majd meg.

A lakossági fogyasztásra a 2002-es gyors növekedése után ebben az évben a tavalyinál alacsonyabb, de továbbra is élénk növekedést jelzünk előre. A továbbra is erőteljes lakossági keresletet indokolja, hogy a vállalati béralakulásra vonatkozó aktuális előrejelzésünk magasabb, mint a novemberi *Jelentés*ben közölt feltételezés. A lakosság idei fogyasztási kiadásaira vonatkozó előrejelzésünk ugyanakkor a novemberi *Jelentés*beli-nél alacsonyabb, amit a reálgazdasági lassulás munkapiaci hatása – a munkanélküliség emelkedése – magyaráz.

Az állóeszköz-felhalmozás növekedése várhatóan fokozatosan lassul. Ennek hátterében ellentétes folyamatok húzódnak meg. A vállalati beruházások – a külső keresleti ciklussal összhangban – előrejelzésünk szerint élénkülni fognak. A lakossági – jellemzően lakás – beruházások magas szinten stabilizálódnak,

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

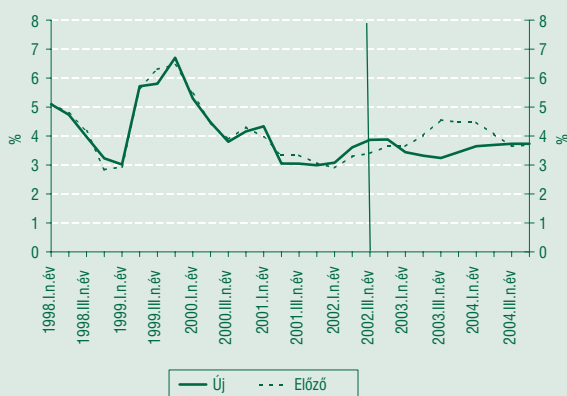
	Súlyok** %*	2001	2002	2003	2004
		becslés		előrejelzés	
Vállalati szektor	63	1,0	(-4)–(-2)	(-1)–3	3–8
Állam	16	-6,9	18–23	3-9	(-5)–5
Lakosság	21	21,4	20–25	3-9	(-4)–6
Beruházás összesen	100	3,2	5,5–7,0	1,5–5,0	1,0–5,0

* Beruházás adatok, melyek különbözhetnek a bruttó állóeszköz-felhalmozási mutató értékétől, ld. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához. ** a 2002. évre érvényes súlyok, saját becsléssel.

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

	Tény	Becslés	Előrejelzés	
	2001	2002	2003	2004
Lakossági fogyasztás	5,0	8,0	5,9	3,6
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,6	9,1	6,6	4,1
Természetbeni társ. juttatások	2,5	3,5	2,8	1,3
Közösségi fogyasztás	4,4	3,0	2,0	1,5
Állóeszköz felhalmozás	3,5	6,5	3,4	3,1
„Belföldi végső értékesítés”*	4,6	7,1	4,9	3,3
Készletfelhalmozás és egyéb				
nem specifikált felhalmozás	(-41)	(-50)	(-30)	(+5)
Belföldi felhasználás	2,0	5,2	4,3	3,3
Export	9,1	5,7	6,2	7,8
Import	6,3	8,5	7,3	7,2
GDP	3,7	3,3	3,5	3,6

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

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

így növekedésük nem gyorsul tovább. A jövő évre feltételezett fiskális pályával összhangban erőteljes mérséklődésre számítnak ugyanakkor az állami beruházások körében.

2003-2004-ben az áruexportban jelentkezik a korábban feltételezettnél kedvezőtlenebb külső konjunktúra és a 2002 végéig bekövetkezett reálfelértékelődés késleltetett hatása. 2003-ra a nemzetgazdasági export egészére vonatkozó előrejelzésünk a novemberi *Jelentésben* szereplőnél ugyanakkor magasabb, mert az idegenforgalom és az egyéb szolgáltatások exportjának alakulását az áruexporttól eltérő tendenciák befolyásolják. Az idegenforgalomban becslésünk szerint a reálfelértékelődés kedvezőtlen hatása elsősorban 2002-ben éreztette hatását.

A GDP növekedési tényezőit bemutatva hangsúlyoznunk kell, hogy a készletváltozást (az itt szereplő statisztikai hibát) előrejelzésünkben a termelési és felhasználási oldal közötti egyenlegező tételként kezeljük és alakulása nem hozható kapcsolatba a konjunktúra alakulásával. Az ipari és kereskedelmi készleteket ciklikus szempontból a készletberuházásról szóló fejezetben elemezzük.

A gazdasági növekedést 2002. negyedik negyedévében 3,7%-osra becsljük. Hosszabb távon viszont a korábban feltételezettnél kedvezőtlenebb külső konjunktúra, a 2001-2002-es reálfelértékelődés és a 2004-re feltételezett fiskális szigorítás együttes hatásaként alacsonyabb gazdasági növekedést jelzünk előre.

II. 1. 1. Külső kereslet

A tavalyi év harmadik negyedévében folytatódott a világgazdasági (ezen belül a számunkra meghatározó európai) konjunktúra lassú felívelése. Úgy véljük, hogy a külső konjunkturális ciklus túljutott mélypontján, csak a fellendülés mértékét illetően maradtak kétségek.

A GDP főbb kereskedelmi partnereinknél 2002 első három negyedévében folyamatosan nőtt, igaz, meglehetősen visszafogott ütemben. Ezt is inkább az export bővülése okozta, nem pedig a belföldi kereslet, így a magyar termékek és szolgáltatások szempontjából fontosabb importkeresletük kevésbé nőtt.⁴ Ugyanakkor az exportunkban nagy súllyal bíró Németország 2002 harmadik negyedévi importja váratlanul felszökött, így az előző *Jelentésben* szereplő prognózissal szemben az effektív külső kereslet tavaly nőtt.

A 2003-as esztendőben körvonalazódó kockázatok, az üzleti bizalmi indexek alakulása, továbbá az egyéb előrejelző indikátorok (rendelésállomány, termelési kilátások stb.) azonban azt valószínűsítik, hogy a külső kereslet tavaly harmadik negyedévi növekedése inkább kiugró eseménynek minősül, és középtávon a külső kereslet visszasüllyed a hosszabb távon érvényesülő közgazdasági összefüggések által alátámasztott, korábban előrejelzett pályájára, illetve egy kicsit még alá is kerül. Ez a 2003-as és 2004-es évi átlagos növekedési ütemek tekintetében csökkenést jelent, amit visszaigazolnak a nagyobb nemzetközi intézmények prognózisai is.

⁴ Effektív külső kereslet alatt tizenegy fő külkereskedelmi partnerünk áru- és szolgáltatásimportját értjük, ahol az egyes országok súlyát az exportszerkezetünkben betöltött jelentőségük adja.

A geopolitikai helyzet miatt feltételezett tartósan magas olajár, az iraki háború lehetősége miatt megemelkedő kockázati prémiumok miatt az effektív külső kereslet bővülését 2003-ban a korábban várt 4,7%-kal szemben most 3,9%-ra tesszük. Előrejelzésünk szerint fő külkereskedelmi partnereink importja csak 2003 második felétől kezd dinamikusabb növekedésbe. Továbbra is úgy látjuk, hogy ez a fellendülés 2004-ben már tartós lehet, azonban az éves átlagos növekedés tekintetében ez így is számottevő csökkenést jelent: a korábban előrejelzett 6,2%-os bővüléssel szemben most csak 4,8%-ot várunk.

A centrális pályában eleve bennefoglalt kockázatokon túl potenciális lefelé irányuló nyomást gyakorolhat a külső keresletre egy iraki háborúnak az olajárakra és a különféle befektetések hozama feletti kockázati prémiumra gyakorolt hatása. Főbb külkereskedelmi partnereink súlyozott importnövekedése azonban 2003-ban legfeljebb 1,5, 2004-ben legfeljebb 0,5 százalékponttal maradhat el a centrális pálya növekedési ütemétől egy ilyen scenárió mellett.

II. 1. 2. Az államháztartás keresleti hatása

2002-ben az államháztartás keresletbővítése a GDP 4,3%-a körül alakult, 2003-ban pedig a keresletszűkítés mértéke 0,9% közelében várható.⁵ A két év alatt tehát a korrigált SNA deficit szintje a vártnál kedvezőtlenebb irányban mozdul el, így 2004-ben a PEP-ben szereplő deficit cél teljesülését alapul véve a kereslet nagyobb mértékű, 2,2-2,6%-os visszafogását kell feltételezni.

A novemberi *Jelentésben* szereplő hiány-előrejelzésünk mind a tavalyi, mind az idei év esetében alacsonynak bizonyult. Ez alapvetően az alkalmazott szabályalapú előrejelzéssel magyarázható. Abban a körben ugyanis, ahol a központi kormánzatnak teljes kontrollja van, definíciószerűen csak a költségvetési törvényben vagy más jogszabályban szereplő tételeket vesszük figyelembe, jövőbeni intézkedésekre, módosításokra vonatkozóan viszont nem élünk feltételezésekkel. Ahol a fiskális folyamatok felett nem érvényesül teljes kontroll, ott az eltérések mértékére idősorok és kiegészítő információk alapján készítünk becslést. Ezzel a módszerrel az önkormányzati és intézményi körben tavaly év végén jelentkező többletkiadás kiugró mértékét nem lehetett előrejelezni. Az adóbevételek esetében – ahol mindig a *Jelentésben* részletesen ismertetett, saját makrogazdasági előrejelzéseinkből indulunk ki – összeségében korábbi prognózisunk teljesült.

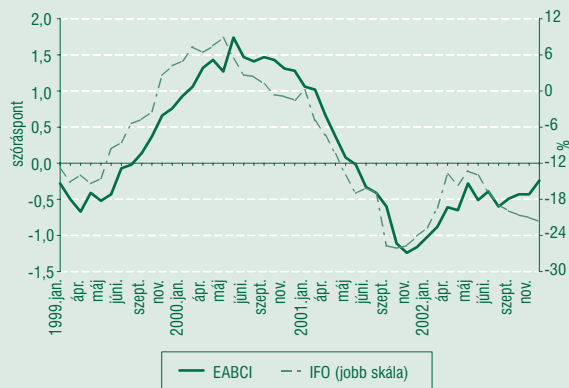
2002-ben a kereslet bővítése a novemberi *Jelentésben* várt 3,4%-kal szemben a központi kormányzat előzetes tényszámai, továbbá az önkormányzati hiány és a kvázifiskális tételek becslése alapján 4,3% lehetett.

- Az eltérésből 0,4%-ot magyaráz, hogy – módszertani fejlesztés részeként, mostantól visszamenőlegesen is – figyelembe vesszük egyes vállalatok (például MÁV, tömegközlekedés) hitelállományának változását is⁶. Ez a konszolidált elszámolás mindenképpen szükségessé vált, mert a korábbi nagyjá-

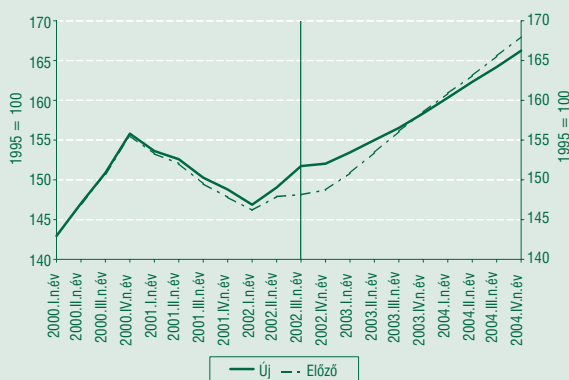
⁵ A fiskális politika keresleti hatását az általunk becsült ún. korrigált SNA elsődleges egyenlegének éves változásával mérjük, ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*.

⁶ Ezzel a korrekcióval a múltban nem számoltunk, mivel csak részleges információink voltak és azt feltételeztük, hogy nagyjából egyenletes a hitelek növekedése. Ez utóbbi feltételezés nem teljesült 2002-re.

II-2. ábra: Az euróövezet üzleti klíma indikátora (EABCI) és a német IFO intézet üzleti klíma indexe



II-3. ábra: A külső kereslet új és korábbi előrejelzése



II-3. táblázat: Az effektív külső kereslet éves növekedésére vonatkozó különböző prognózisok (%)

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

* Novemberi *Jelentésünk* óta nem frissítettek prognózisaikon.

II-4. táblázat: Változás a novemberi *Jelentéshez* képest (GDP százalékában)

	(1)	(2)	(2-1)
	elmozdulás a korrigált SNA hiány szintjében		
	2002 becslés	2003 előrejelzés	
Vállalati eladósodás elszámolása	0,4	0,4	0,0
Nyílt kiadások, önkormányzati és intézményi többletkiadás	0,8	0,3	-0,5
Kvazi-fiskális tevékenységek elhúzódó megvalósulása	-0,3	0,1	0,4
Új információk hatása 2003-ra	-	0,4	0,4
Összesen	0,9	1,2	0,3

ből egyenletes eladósodással szemben – ami csak a korrigált SNA deficit szintjét emelte volna meg – tavaly az eladósodás dinamikusan növekedni kezdett, tehát a keresleti hatást is növelte. A keresleti hatás csak folyamatos elszámolás alkalmazásával mutatható ki, a hivatalos számokban két-három évente megjelenő adósságvállalás utólagos időpontja ebből a szempontból nem hordoz információt. Ezt a módszertani változást visszamenőleg és az előrejelzésben egyaránt érvényesítettük.

- További 0,8%-os keresletbővítést a fiskális folyamatok miatti többletkiadások eredményeztek⁷. A makrogazdasági folyamatok adóalapokon keresztül gyakorolt bevételi hatása összességében megfelelt az általunk vártaknak, ugyanakkor bruttó módon számítva – vagyis a visszatérítésektől eltekintve – elmaradt a 2003-as adóbevételek tervezési bázisától, vagyis önmagában véve csökkenti az idei bruttó bevételeket.
- Részinformációk alapján a GDP 0,2-0,3 %-ának megfelelő megtakarítást eredményez, hogy az előző évhez hasonlóan a kvázifiskális kiadások egy része a vártnál alacsonyabb lett, és 2003-ra húzódott át.

2003-ban a novemberi *Jelentésben* várt GDP-arányosan 1,2%-os visszafogással szemben most kisebb, 0,9%-os keresletszűkítésre számítunk. A 2002-ben lassabban teljesülő kvázifiskális kiadás az idei keresletszűkítés mértékét majdnem kétszeresen – nagyjából 0,4%-kal – csökkenti, hiszen nagyobb része egyidejűleg mérsékli a bázisidőszak korrigált SNA deficitjét és növeli a tárgyidőszakét. A keresletszűkítés várható mértékét további 0,4%-kal mérsékli egyrészt az, hogy az új információk alapján növelnünk kellett a hivatalos deficit és az egyéb keresleti tényezők prognózisát. Másrészt a nominálisan rögzített kiadási előirányzatok is növekedtek a korábban prognosztizálnál alacsonyabb nominális GDP arányában kifejezve. A bruttó adóbevételek bázisban is megjelenő elmaradásával ugyanakkor már novemberi előrejelzésünk számolt. A nyitott kiadások túlteljesülése idén is folytatódhat, nem feltételezzük azonban, hogy az idén is hasonló nagyságrendben megismétlődik a 2002-es önkormányzati és intézményi többletkiadás. Ez önmagában a kereslet nagyjából 0,5%-os visszafogását eredményezheti 2003-ban.

Az alap-előrejelzésünktől való eltérésnek mindkét irányban van kockázata. Az alkalmazott szabályalapú előrejelzés természetéből eredően a kisebb 2003-as szűkítés lehetőségét hordozza magában az, hogy a fiskális folyamatok miatti kiadás túllépésnél a tapasztalatok, tényadatok alapján minimálisan feltételezhető mértékekkel számolunk. A fiskális folyamatok azonban a nyílt végű kiadások minimálist meghaladó túllépését, nagyobb maradvány felhasználást az önkormányzatok esetében pedig a nagyjából kiegyensúlyozott pozícióval szemben hiány kialakulását is eredményezhetik.

Az a másik alapelv, mely szerint csak az eldöntött tételeket vesszük figyelembe, a nagyobb keresletszűkítés lehetőségét jelenti, hiszen ténylegesen sor kerülhet évközi szigorításra is (pl. előirányzatok, maradványok zárolása). Az eldöntött intézkedések hatásának számszerűsítése is bizonytalan az adóbe-

⁷ A többletkiadásokból a GDP 0,1%-át érte el a nyitott végű kiadási tételek túllépése (árkiegészítés, lakástámogatás, táppénz). Mintegy 0,5% többletkiadás a központi költségvetési intézményi körben valósult meg, felerészben beruházási maradványok felhasználásából eredt, a többi kiadás tartalma azonban nem ismert. Az önkormányzati beruházásoknál még a vártnál is -0,2%-kal - nagyobb többletkiadás jelentkezhetett.

vételeknél, az intézkedések az általunk számítottnál a GDP 0,1%-ával nagyobb bevételt jelenthetnek.

Ugyanez a szabály viszont a kisebb szűkítés lehetőségét jelentheti a kvázifiskális korrekciók esetében, hiszen itt is csak a már biztosnak tekinthető, eldöntött tételeket vesszük figyelembe.

Össességében ezen bizonytalanságok miatt a 2003-as keresletszűkítés mértéke 0,2-1,4% közé tehető.

2004-re továbbra is feltételezzük a tavaly meghirdetett Középtávú Gazdasági Program alapján 2004-re kitűzött államháztartási deficit cél teljesülését. A keresletszűkítésnek így – az ideai 0,9%-os visszafogás esetén – 2,2-2,6%-os mértékét feltételezzük.⁸ A deficit egészére érvényes kiigazításon belül részletes előrejelzést nem tudunk készíteni arról, hogy konkrétan milyen keresletszűkítő lépések valószínűsíthetők, noha a kereslet-szűkítés részeként számítunk az állami beruházások erőteljes visszafogására.

Az államháztartásban kifizetett bruttó keresettömeg 2002. évi előrejelzését kissé emelve 31,8%-os növekedést várunk, elsősorban a vártnál nagyobb létszám miatt. 2003-ban – döntően a tavalyi béremelések teljes éves hatása miatt – éves átlagban a bértömeg 17,6%-os növekedésével számolunk. 2004-re az államháztartási szektor meghatározó részénél a GDP növekedésének felét elérő reálbéremelést feltételezünk, ami az ideai intézkedések 2004. évre vonatkozó teljes éves hatásával együtt nagyjából a GDP-vel megegyező növekedést biztosít.

A lakosság pénzbeni juttatásai 2002-ben az előzetes adatok alapján a korábbi előrejelzésünkénél némileg gyorsabban, nominálisan 20%-kal nőttek. A nyugdíjasok egyszeri támogatása, a családi pótlék és ösztöndíj emelése, a plusz egyhavi családi pótlék kifizetése, a táppénz jelentős növekedése, valamint a szövetkezeti üzletrészek kifizetése határozták meg a lakossági transzferek növekedését tavaly. Ennek teljes éves hatásain túlmenően 2003-ban főként a nyugdíjasokat érintő intézkedésekkel számoltunk. A magas 2002-es bázishoz mérve a lakossági transzferek nominális növekedése idén alacsonyabb, 7,8%-os lehet.

A tágan értelmezett állami beruházás 2002-ben becslésünk szerint elérte a 23%-os volumenbővülést. Az előirányzott beruházási kiadások ideai visszafogása részben a fiskális folyamatok (pl. maradványfelhasználás), részben a teljesítés személetű elszámolás miatt várhatóan csak korlátozott mértékben jelenik meg a KSH statisztikákban, így 2003-ban akár 9% körüli volumenbővülés is elképzelhető. 2004-ben ezzel szemben már a beruházások volumenének néhány százalékpontos mérséklődése valószínűsíthető.

II. 1. 3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás

A fogyasztási kiadások előrejelzésének kialakításakor három fő tényező játszott szerepet. Egyrészt 2002-ben a dezinflációhoz lassan alkalmazkodó nominális vállalati béremelkedés és az

⁸ Ez attól függ, hogy 2004-ben sor kerül-e adósságvállalásra. Össességében ugyanis bizonytalanra vált, hogy a keresleti hatás előrejelzése származtatható-e az ESA deficit középtávú pályáját alapul véve a korábban feltételezett technikai megoldás alapján. Rövid távon ugyanis a keresleti hatás számítása jobban elszakad az ESA elszámolástól a most bevezetett – közgazdaságilag szükséges – módszertani változással, amely egyes vállalatok eladósodását folyamatosan figyelembe veszi, hiszen az ESA az adósságvállalás időpontjában történő, így jellemzően utólagos elszámolást írja elő.

II-5. táblázat: Az államháztartás keresleti hatásának alakulása (GDP%)

	2001 tény	2002 becslés	2003 várható	2004 feltételezés
Közvetlen hatás (A korrigált SNA elsődleges egyenleg változása korrigálva a nyugdíjreform hatásával)	+1,8	+4,3	-0,9	(-2,2)–(-2,6)

A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülését jelzi.

II-6. táblázat: A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás várható alakulása

(éves növekedési ütemek, százalék)

	Reál nettó lakossági jövedelem*	Fogyasztási kiadás	Felhalmozási kiadások volumene
2002	12,6	9,1	20 - 30
2003	6,0	6,6	5 - 10
2004	2,4	4,1	0 - 5

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

állami béremelések hatására jelentős reálbér növekedés történt. Másrészt 2002 végén nagymértékű fiskális transzfer juttatásokat kaptak a háztartások, amely jelentősen növelte a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét. Ezen jövedelemtöbblet áthúzódó hatása a 2003-as folyamatokat is befolyásolja. Harmadrészt figyelembe vettük, hogy a mérsékelt gazdasági növekedés következtében emelkedhet a munkanélküliségi ráta, amely növeli a háztartások jövedelmi bizonytalanságát, így csökkenti a fogyasztási hajlandóságot.

Mindezen hatások mellett az elmúlt évben becsléseink szerint emelkedett a felhalmozási ráta, míg a pénzügyi megtakarítási ráta körülbelül felére csökkent. 2003-ban és 2004-ben a pénzügyi megtakarítási ráta kismértékű emelkedése és a felhalmozási ráta enyhe csökkenése várható.

A háztartások fogyasztási kiadása becslésünk szerint 9,1%-kal növekedett 2002 egészében. A fogyasztási kiadások 2002-es becslésénél figyelembe vettük a harmadik negyedéves fogyasztási tényadatot, ami miatt a tavalyi becslésünk alacsonyabb az előző *Jelentésben* publikáltnál. Komoly bizonytalanságot hordoz azonban a 2002 negyedik negyedévben fiskális forrásból származó jövedelem-növekmény elköltésének üteme, az a háztartások milyen gyorsan igazítják fogyasztásukat a megemelkedett jövedelmi szinthez.⁹ A 2002. év végi jövedelem-többlet a fogyasztás simításának mértékétől függően tehát a 2003-as előrejelzésünket is nagyban befolyásolja.

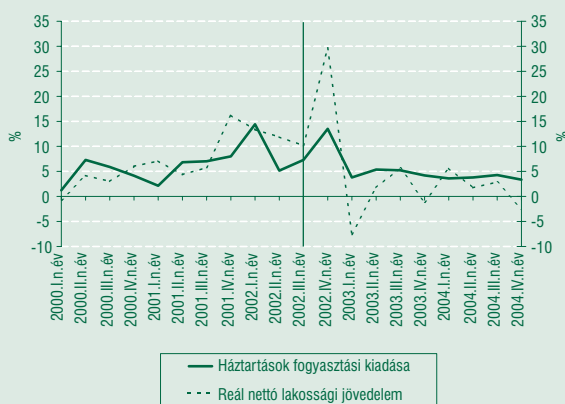
A 2003-as fogyasztási kiadások éves növekedési ütemének prognózisa csökkent a novemberi *Jelentéshez* képest, így 6,6%-os volumennövekedés várható 2003-ban. Ahogy már említettük a 2002 végén jelentkező jövedelemsokk áthúzódó hatása 2003 elején is jelentkezik, valamint a magas vállalati reálbér szintén a fogyasztási kiadások dinamikus növekedését eredményezi. E két tényezővel ellentételes irányba hat a mérsékelt gazdasági növekedés következtében a munkanélküliségi ráta emelkedésének a veszélye. A magasabb munkanélküliségi ráta a fogyasztási kiadások alacsonyabb növekedését eredményezi az óvatossági megtakarítási motívum miatt: ha a háztartások jövőbeni jövedelmének nő a bizonytalansága, akkor csökkentik a fogyasztásukat a jövedelmükhöz képest. Másrészt a fogyasztási kiadások tavalyi növekedése alacsonyabb az általunk vártnál, amelynek tovagyrűző hatása 2003-ban is jelentkezik.

2004-ben várhatóan 4,1%-kal nő a fogyasztási kiadások volumene. A 2004-es előrejelzésnél figyelembe vettük egyrészt, hogy a 2003-as jövedelemnövekedés várhatóan magasabb lesz a novemberi *Jelentésben* megfogalmazott bérpályánál, ami csak fokozatosan jelenik meg a fogyasztásban. Másrészt a háztartások jövedelmének növekedése tovább mérséklődik 2004-ben. Ezzel ellentétesen hat az, hogy a bizonytalanságot generáló munkanélküliségi ráta növekedése várhatóan megáll. Így a jövedelem-növekedés lassulásával összhangban, de annál kisebb mértékben lassul várhatóan a fogyasztás növekedési üteme 2004-ben.

A fogyasztási kiadások és az infláció közötti kapcsolat elemzése szempontjából lényeges kérdés, hogy a háztartások ke-

II-4. ábra: A reál nettó lakossági jövedelem és a fogyasztási kiadások alakulása

(évesített negyedéves növekedés, százalék)



⁹ A *Jelentés* írásakor a kiskereskedelmi forgalom csak novemberig áll rendelkezésünkre, így a teljes negyedévhez hiányzó adatot statisztikai módszerrel becsültük. Az így kapott negyedik negyedéves kiskereskedelmi forgalom negyedéves növekedési üteme gyorsult, ami összességében a jövedelemnövekedés következtében gyorsuló fogyasztásnövekedés prognózisunkkal.

reslete hogyan oszlik meg az egyes fogyasztási kategóriák között. A fogyasztási szerkezet változását mind az eltérő jövedelem rugalmasságok, mind a relatív árváltozás hatására bekövetkező helyettesítési hatás befolyásolja. E két hatás elválasztására jelenleg nincs információnk, ezért ezt egyszerűbben, az adott kategória fogyasztási kiadásokon belüli súlyának változásával elemezzük. Ha a termékek relatív ára változik, akkor a háztartások a relatíve olcsóbbá váló termékek fogyasztását helyezik előtérbe, ezzel növelve az adott termék arányát a fogyasztáson belül. Ugyanakkor a kapcsolat fordított irányban is működik. Amennyiben egy termék részaránya nő a fogyasztásban, akkor az átlagos fogyasztásnövekedésnél nagyobb keresleti nyomás jelentkezik ezen a piacon és fordítva. A tartós fogyasztási cikkek és a szolgáltatások iránti kereslet változása mutatja legjobban a háztartások jövedelmi helyzetét és várakozásait. A háztartások 2002-es fogyasztási kiadásaiban emelkedett a tartós fogyasztási cikkek részaránya, míg a szolgáltatásoké csökkent, így a szolgáltatások iránti kereslet az átlagos fogyasztási kiadások növekedésénél kisebb mértékben, míg a tartós fogyasztási cikkek esetében átlag feletti ütemben növekedett.

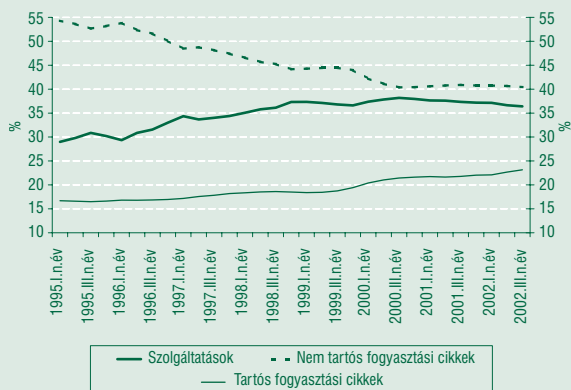
Egy felzárkózó gazdaságban azonban a szolgáltatások részarányának folyamatos emelkedését várjuk, így a tartós fogyasztási cikkek kereslete inkább a ciklikus jövedelmi helyzethez kötődik. A tartós fogyasztási cikkek aránya az elmúlt években folyamatosan nőtt, ami a kedvező jövedelmi helyzet és jövedelemvárakozások következménye. A szolgáltatások aránya azonban 2000 év vége, 2001 eleje óta csökkent, azaz a szolgáltatásokra irányuló kereslet növekedése kisebb a fogyasztási kiadások átlagos növekedési üteménél. A fentiekből arra következtethetünk, hogy az utóbbi év átlagában relatíve olcsóbbá váló tartós fogyasztási cikkek vásárlása kedvezőbb volt a háztartások számára, így csökkentve a szolgáltatások relatív keresletét.

A rendelkezésre álló információk alapján valószínűsíthetjük, hogy a pénzügyi megtakarítási ráta 2002 negyedik negyedében a jövedelemtöbblet hatására emelkedett, a tavalyi év egészében 3-3,5% körül alakulhat, amely kevesebb, mint a 2001-es megtakarítási ráta fele. Hasonló mértékben csökkent az infláció szűrt (operacionális) megtakarítási ráta is, hozzávetőleg 1-1,5%-ra.

A lakossági beruházásokra vonatkozó előrejelzésünk nem változott a novemberi *Jelentéshez* képest. A felhalmozási kiadások alakulására a közvetlen információt az átadott lakások számából és ennek előrejelzésére használt lakásépítési engedélyek számából nyerhetünk. A *Jelentés* írásakor a novemberi előrejelzéshez képest nem jelent meg újabb adat a lakáspiac alakulásáról, így annak folyamataira a jövedelem és a lakáshitelek alakulásából következtethetünk. A 2002 első három negyedéves engedélyszámra és a változatlan 2002-es jövedelem prognózisra alapozva a 2003-as felhalmozási kiadás volumen előrejelzésén nem változtatunk. A novemberi feltételes bérpályához képest

¹⁰ *Bruttó megtakarítási ráta* a pénzügyi megtakarítások plusz felhalmozási kiadások mínusz tőketranszferek aránya a korrigált összes jövedelemhez. *Pénzügyi megtakarítási ráta* alatt a pénzügyi megtakarítások korrigált összes jövedelemhez viszonyított arányát értjük. Az *operacionális megtakarítási ráta* a pénzügyi megtakarítási rátából kiszűri a kamatokba foglalt inflációs kompenzációt. *Felhalmozási ráta* a lakosság felhalmozási kiadásainak (döntően lakás- és garázsépítés) aránya a korrigált összes jövedelemhez. A korrigált rendelkezésre álló jövedelem az összes jövedelemen kívül tartalmazza még a természetbeni társadalmi juttatást és a nyugdíjpénztári megtakarításokat is.

II-5. ábra: Szolgáltatások és tartós fogyasztási cikkek részaránya a lakossági fogyasztási kiadásban*



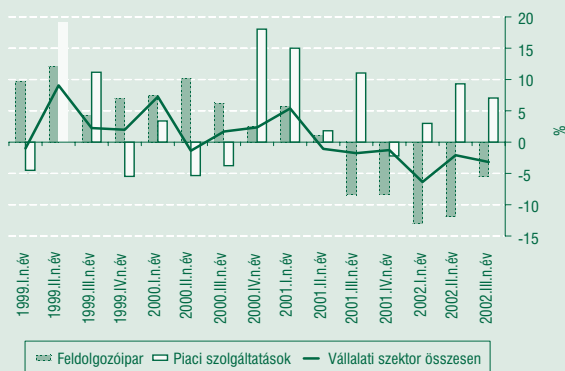
*Negyedéves adatok, MNB becslés a kiskereskedelmi forgalom alapján úgy korrigálva, hogy a szolgáltatások 1995 évi átlaga egyenlő legyen a KSH Nemzeti számlákban szereplő aránnyal.

II-7. táblázat: Megtakarítási ráták a rendelkezésre álló jövedelem százalékában¹⁰

	2001	2002	2003	2004
	becslés *		előrejelzés	
Bruttó megtakarítási ráta	12,5	9,5–10,5	9–11	9–11
Pénzügyi megtakarítási ráta	7,0	3–3,5	3–4	3–4,5
Operacionális megtakarítási ráta	4,0	1–1,5	1,2–2	1,5–2,5
Felhalmozási ráta	6,1	7–7,5	6,5–7,0	6,0–6,5

* A lakosság teljes rendelkezésre álló jövedelmére csak 2000-ig között a KSH adatokat, így azt 2001-2002-re a bruttó keresetösszeg és a pénzbeli társadalmi juttatások segítségével közelítjük.

II-6. ábra: A vállalati beruházások alakulása (évesített negyedév / negyedév volumenindexek)*



*Mind a vállalati beruházás, mind komponenseinek időszora MNB becslés (ld. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához). Piaci szolgáltatás = kereskedelem + szállás, vendéglátás + szállítás, posta, távközlés + pénzügyi szolgáltatás + ingatlan. Az ábrán a vállalati szektor beruházásainak többi komponensei (mezőgazdaság, bányászat, energia és építőipar) nem kerültek feltüntetésre.

magasabb jövedelemnövekedés 2003-ban növelheti a kiváltott építési engedélyek számát, így a 2004-es felhalmozás volumenét, azonban ez a korábbi előrejelzésünket lényegében nem befolyásolja.

II. 1. 4. Vállalati beruházások

A vállalati beruházások szintjét a jövőbeni értékesítési kilátások és a vállalati jövedelmezőségre vonatkozó várakozások együttesen alakítják. A külső konjunktúra vártnál lassabb élénkülése, a reálárfolyam erőteljes felértékelődése és a vállalati jövedelmezőség csökkenése mind a vállalati beruházások korábban prognosztizáltnál alacsonyabb növekedését valószínűsítik. Előrejelzésünk szerint a vállalati beruházások 2003-ban 1,5, 2004-ben pedig 5,6% körül bővülnek majd.

A 2001-2002-ben tapasztalt csökkenés összhangban van az európai országok tapasztalataival, ami arra utal, hogy a hazai vállalati beruházások visszaesését részben a nemzetközi konjunktúra kedvezőtlen alakulása magyarázza (ld. V.4. fejezet).

2002 harmadik negyedévében a vállalati beruházások szintje tovább csökkent, a visszaesés immár hat negyedéve, 2001 közepe óta folyamatos. A vállalati beruházásokon belül elsősorban a külső konjunktúrára érzékenyebb feldolgozóipari beruházások csökkenése a meghatározó, a piaci szolgáltatás beruházásai a belső kereslet bővülésének eredményeként az elmúlt negyedévekben tovább növekedtek. A feldolgozóipari beruházások az elmúlt másfél évben igen jelentősen, mintegy 15%-kal estek vissza, amiben a külső kereslet alacsony szintje mellett a reálárfolyam felértékelődése is szerepet játszott. Ugyanakkor a csökkenés a harmadik negyedévben már lényegesen kisebb volt, mint a korábbi időszakban, ami arra utalhat, hogy a feldolgozóiparban már érezhető volt a külső konjunktúra lassú élénkülésének hatása.

A vállalati szektor beruházásainak 2002 negyedik negyedévi alakulásáról rendelkezésre álló információk nem egyértelműek. A KOPINT negyedik negyedévi konjunktúra felmérése azt mutatja, hogy a vállalatok *jelenlegi helyzetmegítélése* kismértékben javult, összhangban a külső kereslet lassú élénkülésével és a hazai feldolgozóipari konjunktúra erősödésével. A kapacitáskihasználtság mutatója ugyanakkor 2002 második negyedéve óta folyamatosan csökken, ami annak a jele, hogy keresleti oldalról továbbra sincs olyan erős impulzus, amely a kapacitások bővítésére ösztönözné a cégeket. Emellett a beruházási import jelentősen csökkent, ami az erős állami és lakossági beruházási aktivitás mellett a vállalati állóeszköz-felhalmozás visszaesését valószínűsíti. Mindezek figyelembevételével úgy véljük, hogy a vállalati beruházások még nem érték el ciklikus mélypontjukat, azaz 2002 utolsó negyedévében a vállalati beruházások szintje tovább csökkent. Ugyanakkor feltételezésünk szerint a visszaesés üteme tovább mérséklődött, így 2002-re a feldolgozóipari beruházások 9, összességében pedig a vállalati beruházások 3 százalékos csökkenését valószínűsítjük.

A KOPINT konjunktúra felmérése alapján a hazai vállalatok *várakozásai* drasztikusan romlottak az elmúlt időszakban, ami valószínűleg az idei év első felének beruházási aktivitását is mérsékli majd. Az értékesítési és a termelési kilátások kedvezőtlenebb megítélésben a külső konjunktúra tartósságát övező bizonytalanság mellett hazai tényezők, a tovább erősödő reálárfolyam, ill. egyes multinacionális cégek kivonulása miatt

nehezebb helyzetbe került beszállítói kör elbizonytalanodása is szerepet játszhatott.

A kapacitáskihasználtság jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások szintén megfordultak a tavalyi év végén, és egyre több cég ítéli úgy, hogy a kapacitásai túlméretezettek a rendelkezésükre képest. Bár a konjunktúra felmérések adatai a fordulóponthoz közeledve igen változékonyak lehetnek, a friss információk fényében úgy véljük, hogy jelentősen megnőtt annak a kockázata, hogy a vállalati beruházások visszaesése 2003 első negyedévében is folytatódik.

A vállalati beruházások hosszabb távú alakulását három tényező, a külső kereslet lassú élénkülése, a belső kereslet és a reálfelértékelődés együttesen határozzák meg. Számításaink szerint a 2002 végéig bekövetkezett reálfelértékelődés a 2002-es és a 2003-as években mérséklően hat a feldolgozóipari beruházások bővülésére. Ezzel szemben a külső kereslet lassú élénkülése a beruházások növelésére ösztönzi majd a feldolgozóipari cégeket. Ennek megfelelően a feldolgozóipari beruházások 2003-ban még várhatóan stagnálnak, és csak 2004-ben növekszenek számottevően.

Várakozásaink szerint a piaci szolgáltatás szektor beruházásainak növekedése a lassuló belső és a gyorsuló külső konjunktúra eredményeként nem változik, így a teljes vállalati körben idén 1,5 százalékos, 2004-ben pedig 5,6 százalékos beruházás bővüléssel számolunk.

II. 1. 5. Készletberuházás

A KSH nemzetgazdasági készletstatisztikájából számolt készletmutatóink ellentmondásos képet adnak a konjunktúra jelenlegi állapotáról.

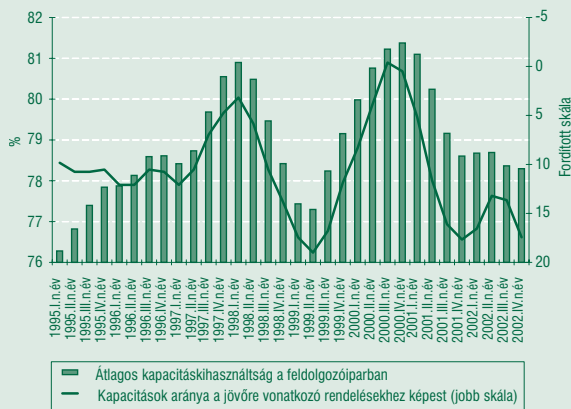
Ha a feldolgozóipar és a teljes nemzetgazdaság készlet/termelés arányait vizsgáljuk, akkor az elmúlt két negyedév készletarány változása alapján az a benyomásunk támadhat, hogy a gazdaság már fellendülési fázisba lépett.

A készletarányok historikus alakulását vizsgálva ugyanis látható, hogy dekonjunktúra idején a készletarányok növekedtek: az orosz válság alatt drasztikusan, a jelenlegi dekonjunktúra kevésbé váratlan sokkja következtében pedig lassabban és csekélyebb mértékben. A fellendülési időszakokat ezzel szemben a készlet/termelés arányok csökkenése jellemezte, amely a termelés készleteket meghaladó növekedésének volt az eredménye. Az elmúlt két negyedév adatai azt mutatják, hogy a készletarányok lassan növekvő trendje megtört és az arányok csökkenni kezdtek, ami az idősor korábbi mozgását figyelembe véve a hazai konjunktúra fellendülését jelenthetné.

Az elmúlt időszak arány-csökkenése ugyanakkor nem a termelés készleteket meghaladó növekedéséből, hanem a készletek abszolút szintjének visszaeséséből ered. Ha a hazai készletszint változását vizsgáljuk, akkor jól nyomon követhető a jelenlegi fellendülés egyenetlensége, amely a nyugat-európai exportpiacokon is érezhető volt. 2002 elején Nyugat-Európában úgy tűnt, hogy a recesszió már elérte a mélypontját és a fellendülés történelmi összehasonlításban igen gyorsan indul majd meg. A külső kereslet felerősödött, aminek hatására a külkereskedelemben élénkült. Ez a hazai gazdaságra is hatással volt: felfutott a termelés és megindult a készletek feltöltése.

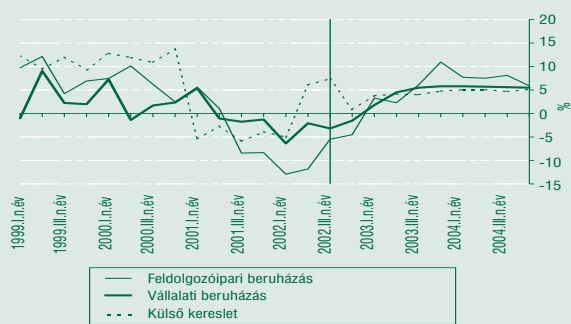
A világgazdasági konjunktúra érezhető javulása azonban az EU országokban nem vezetett a belső kereslet növekedéséhez, ez

II-7. ábra: Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban
(KOPINT felmérés)

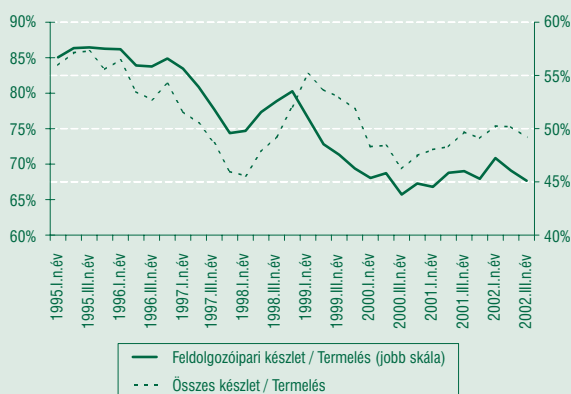


II-8. ábra: Vállalati beruházás előrejelzés és a külső kereslet

(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)

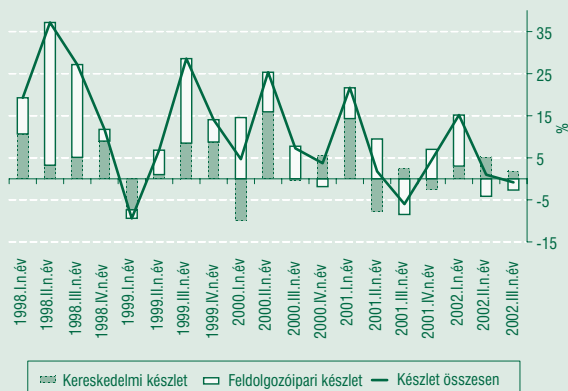


II-9. ábra: Feldolgozóipari és nemzetgazdasági készletállomány/termelés arányok



II-10. ábra: A feldolgozóipari és kereskedelmi készletállomány változása

(évesített negyedév / negyedév növekedési hozzájárulások)



pedig idővel az üzleti és lakossági bizalom csökkenését idézte elő. A gazdasági szereplők itthon is elbizonytalanodtak a gyors fellendülést illetően, és a konjunktúra lassú élénkülésére rendezkedtek be. Ennek hatására megindult a hazai készletek lassabb növekedési várakozásokhoz igazítása, a készletek leépítése. Az elbizonytalanodás mértékét jól mutatja, hogy a feldolgozóipari készletek szintje már második negyedéve csökken, amelyre a korábbi években nem volt példa. A készletarány mutatók készlet szint miatti csökkenése tehát sokkal inkább az elbizonytalanodás, semmint a fellendülés jele.

II. 1. 6. Külkereskedelem

A külkereskedelmi folyamatok rövid távon az előző *Jelentésben* írottak alapján alakulnak, középtávon azonban a külső kereslet és a belföldi felhasználás előrejelzésének változása némileg módosítják a korábban adott prognózist.¹¹

Az exportban a tavalyi év végén a novemberi *Jelentésben* vártak megfelelően alakultak a folyamatok. A tavalyi első fél-év magas növekedési ütemét követően később – a külső konjunktúra lassú kibontakozása és a reálfelértékelődés kezdeti hatásai miatt – az áruexport növekedése lelassult. A szolgáltatás-export lassulására a reálfelértékelődés és a külső kereslet lassulása lényegesen gyorsabban hatott, ez különösen az idegenforgalom tavalyi bevételeiben mutatkozott meg.

2003-ban már az áruexportra is teljes erővel fejt ki negatív hatását a 2001-2002-es reálfelértékelődés. Eközben a feltételezett magas olajár miatt lassabb dinamikájú külső kereslet is negatív hatást fejt ki. Így az áruexport növekedése valamivel alacsonyabb az előző *Jelentésben* előrejelzettnél. A gyengébb 2002-es bázison azonban a szolgáltatás-export éves növekedése 2003-ban erőteljesebb lesz, annak ellenére, hogy az idegenforgalmi bevételeket az erős forint és a külső kereslet ciklikus pozíciója miatt továbbra is alacsonynak várjuk.

Számításaink szerint a 2002 végéig bekövetkezett reálárfolyam-erősödés ebben az évben lesz a legjelentősebb hatással az áru- és szolgáltatás-exportra, akár 2 százalékponttal visszafogva annak növekedését ahhoz képest, mintha a *nominális* árfolyam nem változott volna – azaz csak a belföldi infláció illetve fokozott béremelkedés miatti reálfelértékelődés következett volna be – a 2001. májusi sávszélesítést követően.

2004-ben a szolgáltatásokon már nem, az áruexporton azonban még mindig érződik a reálfelértékelődés késleltetett hatása. A külső konjunktúra ugyan dinamizálódik, korábbi várakozásainkhoz képest ugyanakkor kisebb ütemben, ezért az export növekedési ütemében előző előrejelzésünkhöz képest viszonylag jelentős, 2 százalékpont körüli visszafogást érvényesítettünk.

Az import alakulását 2002-ben új fejlemény nem befolyásolta, így az előző *Jelentésben* szereplő prognózisunk a tavalyi évre változatlan. A reálfelértékelődés az import esetében már 2002-ben is hangsúlyos volt: mind a forintban kifejezett alacsonyabb importárakon, mind a relatíve dráguló belföldi termékek helyettesítésén keresztül az import növekedése irányába hatott.

2003-ban a tavalyi év végéig bekövetkezett reálárfolyam-erősödés közvetlen import-növelő hatása tompítódik, mert vissza-

¹¹ A decemberi külkereskedelmi adatok publikálására csak február 24-én, ezen *Jelentésünk* lezárása után kerül sor.

fogottabban nő az áruexport (így ennek importvonzata kisebb lesz). Emellett a belföldi felhasználásban a 2002. évinél kisebb dinamikával számolunk, főleg a lakossági fogyasztás növekedési üteme csökken. A korábbi előrejelzésünkhöz képest azonban a vállalkozások lassúbb készletépítési és beruházási magatartásával is számolnunk kell. 2004-től a lényegében már változatlan reálárfolyam nem táplálja tovább az import növekedését, és a belföldi felhasználás 2003. évinél kisebb dinamikája is csökkenti az importbővülés ütemét. Az ekkorra élénkebb külső konjunktúra és a dinamizálódó export azonban nagyjából a 2003-ashoz hasonló éves növekedési ütemet biztosít az áru- és szolgáltatásimportban 2004-ben is.

II. 1. 7. Külső egyensúly

2002-re a folyó fizetési mérleg hiányát az előző *Jelentésben* előrejelzettnél magasabbra 3,8 milliárd euróra (a GDP 5,6 százaléka) becsüljük. A korábban előrejelzettnél nagyobb külső egyensúlyromlást az államháztartás finanszírozási igényének növekedése okozta.

2003-ra a folyó fizetési mérleg hiányát 4,2 milliárd euróra (a GDP 5,7 százaléka) prognosztizáljuk, tehát a GDP arányában nem számolunk a külső finanszírozási igény számottevő növekedésével.¹²

2003-ban az államháztartás finanszírozási igénye az előző *Jelentésben* feltételezettnél kisebb mértékben csökken, de az alacsonyabb felhalmozási igény miatt a magánszektor pozícióváltozása is kisebb. A lakosság nettó megtakarítása a GDP arányában kis mértékben tovább csökken, mert a háztartások fogyasztása és felhalmozása meghaladja a GDP növekedési ütemét. A vállalati szektor finanszírozási képességének változása nem ciklikus folyamatokkal magyarázható, hanem azzal, hogy itt szerepelnek egyes – a fiskális keresleti hatás elemzésünkben amúgy az államháztartáshoz sorolt – vállalatok is, melyek 2002-es hitelkonszolidációja és a vállalati transferek miatt nőtt a vállalati szektor finanszírozási képessége. 2003-ra a vállalatok alacsony felhalmozási igénye mellett jövedelmezőségük is csökken, ez okozza finanszírozási képességük csökkenését.

2004-re a GDP arányában a külső finanszírozási igény kis mértékű csökkenésére számítunk. Feltevésünk szerint az államháztartás finanszírozási igénye a középtávú célkitűzésekkel összhangban csökken, a magánszektor finanszírozási kapacitása becsülésünk szerint csökken, de annál kisebb mértékben. A vállalati szektor nettó hitelfeltevő pozícióba kerül, mert felhalmozása ebben az évben már számottevően élénkül a kedvezőbb külső keresleti kilátások hatására.

II. 2. Termelés

A hazai vállalatok termelése 2003-ban várhatóan elmarad majd a novemberi *Jelentésben* feltételezett szinttől. Ez a külső kereslet vártnál némileg lassabb élénkülésének, a korábbi években bekövetkezett versenyképesség romlás áthúzódó

¹² *Jelentésünkben* végig a 2002-ben érvényes módszertan szerint elemzzük a 2003-2004-es fizetési mérleg folyamatokat.

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



* Áru- és szolgáltatás külkereskedelem.

II-8. táblázat: A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége (a GDP százalékában)

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

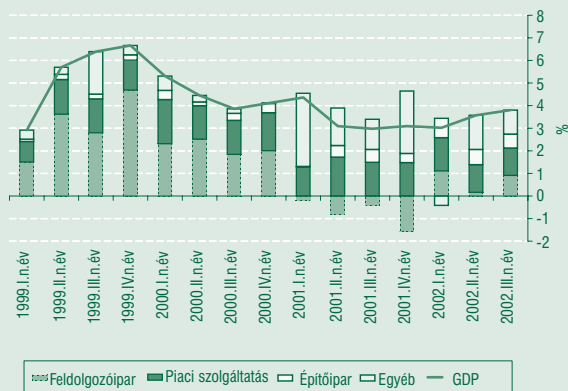
A 2002-ben érvényes fizetési mérleg módszertan szerint készült a 2003-2004-es évekre is.

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

** Pénzügyi és nem-pénzügyi vállalkozások összesen. Az állami autópálya-építés kiadásai nem itt szerepelnek, hanem az államháztartás részét képezik. Ide vannak sorolva olyan vállalatok is, melyek a fiskális keresleti hatás elemzésnél az állami szektor részei.

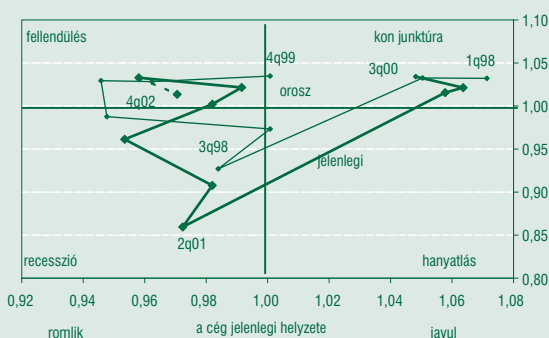
*** Pénzforgalmi szemléletben. A külső finanszírozási igény tartalmazza a folyó fizetési mérleg és a tőke mérleg egyenlegét is.

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



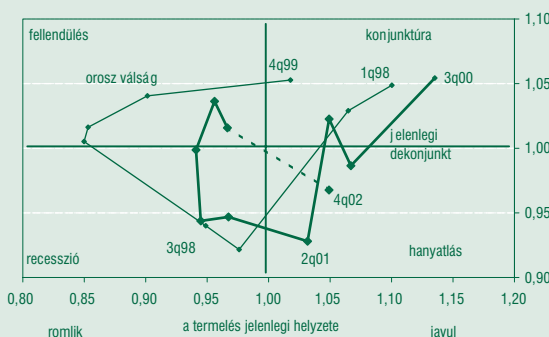
* Az „egyéb” kategória a bányászat és az energiaipar mellett az állami szektor hozzáadott értékét tartalmazza.

II-13. ábra: A hazai feldolgozóipar ciklikus pozíciója
(a cég helyzetének megítélése alapján)



Forrás: KOPINT vállalati konjunktúra felmérés. Az ábra tengelyein a KOPINT vállalati konjunktúra felmérésben szereplő két kérdés (1. A cég jelenlegi helyzetének megítélése, 2. A cég jövőbeli kilátásai) válaszainak hosszú távú trendtől való eltérése szerepel.

II-14. ábra: A hazai feldolgozóipar ciklikus pozíciója
(a termelés helyzetének megítélése alapján)



Forrás: ld. előbb. Az ábra tengelyein a KOPINT vállalati konjunktúra felmérésben szereplő két kérdés (1. A termelés az elmúlt évben, 2. A cég termelése a következő 6 hónapban) válaszainak hosszú távú trendtől való eltérése szerepel

hatásának, és a feltételezett magasabb olajár okozta költség sokknak az együttes eredménye. Várakozásaink szerint a feldolgozóipari hozzáadott érték 2003-ban 3,5, 2004-ben pedig 4,2 százalékkal növekszik majd. A piaci szolgáltatások alakulását a belső kereslet fokozatos lassulása és a feldolgozóipari konjunktúra erősödése együttesen befolyásolja majd. Ennek hatására mind idén, mind jövőre 4 százalék körüli növekedést prognosztizálunk e körben.

A termelési oldal 2002 harmadik negyedévi folyamatainak fő jellemzője, hogy várakozásainknak megfelelően egyértelműen megállt a feldolgozóipari hozzáadott érték 2000 vége óta tartó visszaesése, így a dinamikus bővülő piaci szolgáltatások és építőipar mellett a feldolgozóipar is pozitív mértékben járult hozzá a kibocsátás növekedéséhez. A novemberi Jelentésben még bizonytalanok voltunk a fellendülés kezdetét illetően, azonban a harmadik negyedévben megfigyelt nagymértékű növekedés alapján valószínűnek tűnik, hogy a feldolgozóipar már 2002 elején túljutott a visszaesés mélypontján.

A feldolgozóipari bruttó termelés novemberi adatai szintén az ipari konjunktúra lassú, de folyamatos élénkülésére utalnak. A 2002 első negyedévére jellemző dinamikus növekedést, amelyben a külső konjunktúra élénkülése mellett egyedi hatások is szerepet játszottak, a második negyedévben stagnálás követte. Ez összhangban állt a Nyugat-Európában megfigyelhető folyamatokkal, ahol a gyors fellendülésre vonatkozó várakozásokat 2002 közepén egy általános elbizonytalanodás és a lassú kilábalásra való felkészülés váltotta fel (a nyugat-európai bizalmi indikátorok alakulását ld. a külső kereslet fejezetben). Szeptember óta ugyanakkor a hazai feldolgozóipar alacsony ütemű, de tartós növekedést mutat a külső kereslet bővülésével összhangban, ami várakozásaink szerint a tavalyi év utolsó hónapjában is fennmaradt. Ennek megfelelően úgy véljük, hogy 2002-ben a bruttó termelés 3,5 százalék, a hozzáadott érték 0,5 százalék körüli mértékben bővült.

Az elmúlt időszak kiegyenlített ipari növekedése ellenére a hazai vállalatok nem bíznak abban, hogy a gazdaság a konjunktúra tartósan felívelő szakaszába lépett. A KOPINT felmérése szerint a tavalyi év utolsó negyedéveiben mind a cégek saját helyzetének, mind a termelési kilátásoknak a megítélése romlott.¹³

A jelenlegi helyzetmegítélés és a jövőbeli várakozások változását tartalmazó grafikonon a mostani dekonjunktúra lefutását a szintén külső keresleti sokként jelentkező orosz válsággal vetettük össze. A grafikonon jól látható, hogy 2002 harmadik negyedévéig a vállalati bizalom az orosz válsághoz hasonlóan alakult: a 2000 végétől gyorsan romló bizalom összevetői közül 2001 közepétől kezdetben a jövőbeli várakozások, majd a jelenlegi helyzetmegítélés is javulni kezdett. 2002 harmadik és negyedik negyedévének tényadatai ugyanakkor ennek a javuló trendnek a megtörését mutatják. Különösen érdekes a tavalyi év legvégén beállt fordulat, amely szerint a jelenlegi helyzetmegítélés javulása ellenére a jövőbeni várakozások drasztikusan romlottak. A jelen és jövőbeli kilátások ilyen kombinációja a konjunktúra leszálló ágában jellemző, ami jól mu-

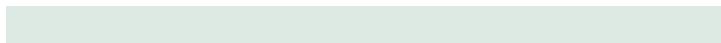
¹³ Korábbi vizsgálataink azt mutatták, hogy a cég helyzetére és a termelés jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások a feldolgozóipari konjunktúra jó előrejelzői. Részletesen ld. 2002/3. számú MNB Hátértanulmányt.

tatja a fellendülés tartósságával kapcsolatos nagyfokú bizonytalanságot. A fenti információk alapján úgy tűnik, hogy a jelenlegi dekonjunktúrából való kilábalás az orosz válságénál lényegesen lassabban és kevésbé egyenletesen megy majd végbe.

A feldolgozóipar jövőbeli alakulásának előrejelzések a külső kereslet alakulása mellett a 2002 végéig bekövetkezett reálfelértékelődés versenyképességet rontó hatását is figyelembe vettük. Számításaink szerint ez a hatás 2003-ban jelentősebb, 2004-ben pedig kisebb mértékben csökkenti a feldolgozóipari termelés növekedésének ütemét. Emellett a várakozásaink szerint a külső kereslet is lassabban élénkül majd 2003-2004-ben, mint azt a novemberi *Jelentésben* feltételeztük, így a feldolgozóipari termelés bővülése elmarad a korábbi prognózisunktól. 2003-ban 3,5, 2004-ben pedig 4,2 százalékos feldolgozóipari hozzáadott érték növekedéssel számolunk.

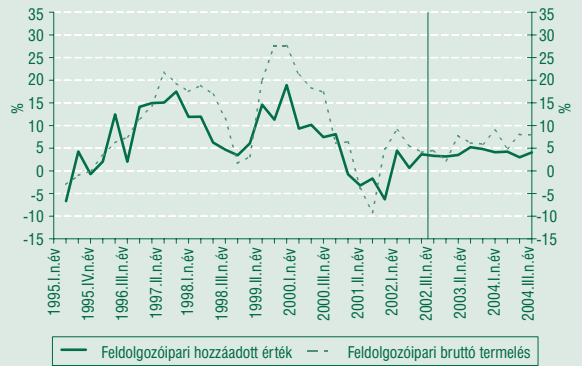
A piaci szolgáltatások kibocsátása a harmadik negyedévben kismértékben elmaradt az általunk várttól. A termelés ágazati összetétele jól mutatja, hogy a lakossági fogyasztás által közvetlenül befolyásolt kereskedelem, vendéglátás ágazat növekedési hozzájárulása fokozatosan csökken, míg a pénzügyi tevékenység dinamikája növekszik. A piaci szolgáltatások jövőbeli alakulását várakozásaink szerint a jövőben is a belső kereslet csökkenéséből és a feldolgozóipari konjunktúra erősödéséből eredő ellentétes hatások határozzák majd meg. Ennek alapján 2002-ben a piaci szolgáltatás 3,9 százalékos, 2003-ban és 2004-ben 4 százalékos bővülését prognosztizáljuk.

Az építőipar dinamikus növekedése a harmadik negyedévben is folytatódott, ugyanakkor az elmúlt időszakban felerősödtek – a korábbi látványos felfutás után – a korrekcióra utaló jelek. Az ágazat új szerződéseinek állománya május óta, a bruttó termelés szintje – noha magas szintről – szeptember óta csökken. Az építőipari konjunktúra gyengülése várakozásaink szerint a jövőben is folytatódik, az állami beruházások visszafogásával és a lakásépítések mérséklődő növekedésével összhangban. Prognózisunkban ennek megfelelően 2002-ben 15, 2003-ban 11, 2004-ben pedig 4 százalékos bővüléssel számolunk az építőiparban.



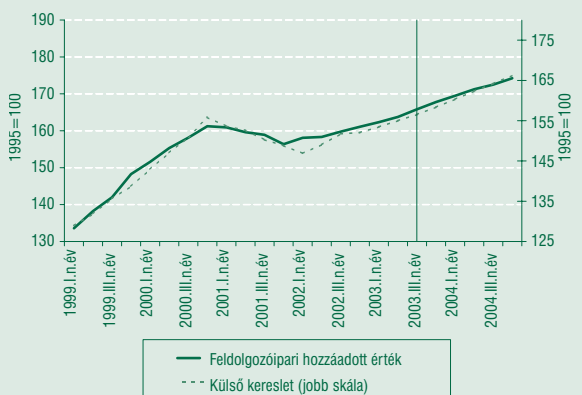
II-15. ábra: Bruttó termelés és hozzáadott érték a feldolgozóiparban

(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)



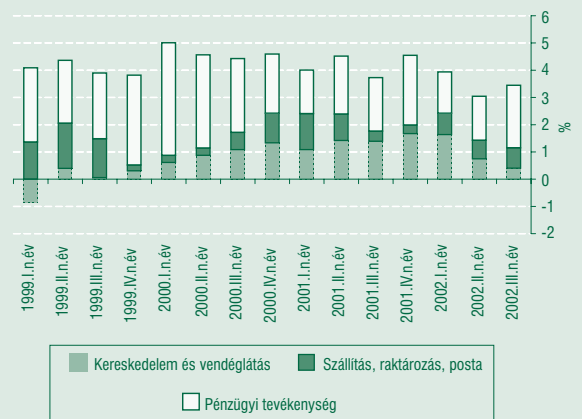
II-16. ábra: A feldolgozóipari hozzáadott érték és a külső kereslet szintjének prognóza

(1995 = 100)



II-17. ábra: A piaci szolgáltatás hozzáadott érték növekedésének ágazati megoszlása

(negyedév / negyedév évesített növekedési hozzájárulások)



III. Munkapiac és versenyképesség

A versenyszektorban a bérinfláció 2002 folyamán a dezinfláció ellenére csak enyhén mérséklődött. A legfrissebb (novemberi) adatok alapján ugyanakkor elképzelhető, hogy az év végén a bérdinamika a korábbiaknál nagyobb mértékben csökkent és egy gyorsabb béralkalmazkodási folyamat indult meg. Becsléseink szerint 2002-ben a versenyszektor bérinflációja 12,9% körül alakult.¹⁴

Várakozásaink szerint 2003-ban már a korábbiaknál óvatosabb bérpolitikára kényszeríti a vállalkozásokat a munkaerő-költségek elmúlt két évi, a termelékenység növekedését jóval meghaladó emelkedése, a dezinflációs folyamat, az export jövedelmezőségének romlása és a konjunktúra alakulása. Ezt erősítheti, hogy hosszabb távon már a forint reálfelértékelődésének általános gazdasági aktivitásra gyakorolt fékező hatása is érvényesülhet. A munkanélküliség tavaly év végén tapasztalt emelkedése, amennyiben feltételezéseinknek megfelelően tartós jelenségnek bizonyul, a bérnövekedést visszafogó tényezővé válhat.

Az Országos Érdekegyeztető Tanácsban tavaly november végén létrejött bérmegállapodás ugyanakkor feltehetően nem okoz olyan mértékű változást a vállalati bérmegállapodások gyakorlatában, mint amelyet az előző *Jelentés*ben feltételeztünk. Ilyenre nem utalnak a TÁRKI legfrissebb, januári vállalati

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

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

* Saját becslés alapján számítjuk a KSH adatokból (ld. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához).

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

*** Feltételezés.

¹⁴ A III. fejezetben végig a versenyszféráról beszélünk; az állami szektor munkapiaci folyamatait a II.1.2 fejezetben mutattuk be.

ti felmérésének eredményei sem. Így jelenlegi prognózisunkban, amely a kereslet-kínálat hatásainak érvényesülésére, a várakozások figyelembe vételére épül, a korábban publikált feltetelezésnél magasabb, 7,8% körüli bérinflációval számolunk 2003-ra.

2004-es előrejelzésünk ugyanakkor az előző *Jelentés*ben szereplőnél kissé mérsékeltebb, 5,4% körüli bérinflációval számol a versenyszektorban. Ennek oka, hogy hangsúlyosan figyelembe vesszük a bekövetkezett reálfelértékelődés vállalati jövedelmzőségekre gyakorolt negatív hatásait és a munkaerő-tartalékok emelkedését.

Prognózisukban 2003-ra a fajlagos bérköltség alapú reálár-folyam kismértékű leértékelődésével, 2004-ben pedig szinten maradásával számolunk. Az áralapú versenyképesség számításaink szerint folyamatosan romlik, ám a mérséklődő inflációs különbözet hatására a felértékelődés csökkenő ütemű lesz.

III. 1. A munkaerő kihasználtsága

Előző *Jelentés*ünkben bemutattuk, hogy 2002 nyarára feltehetően megállt a fizikai foglalkozásúak által ledolgozott munkaórák átlagos számának, vagyis a munkaerő-felhasználás intenzitásának csökkenése a feldolgozóiparban. Az azóta beérkezett adatok ezt a feltételezést megerősítették, ráadásul az immár második negyedévben mutatkozó növekedés alapján az sem zárható ki, hogy ebben a vonatkozásban is megtörtént a trendforduló, összhangban a külső kereslet és a feldolgozóipari termelés alakulásával.¹⁵

A feldolgozóiparon belül eltérő tendenciák alakultak ki az év során: a gépiparban 2002 elejétől emelkedett az átlagos munkaóraszám, a textil-, ruházati iparban és az élelmiszeriparban folyamatosan csökkent, míg a többi ágazatcsoportban stagnálás mutatkozott.

A feldolgozóiparban az év utolsó hónapjaiban lassult a munkaerő-kereslet visszaesése, így a foglalkoztatottak száma és a teljes ledolgozott munkaóra-tömeg csak enyhén csökkent.¹⁶ A piaci szolgáltató szektorban az élénk belföldi konjunktúra hatására a létszámbővülés töretlen volt, a munkaóra-tömeg emelkedett.

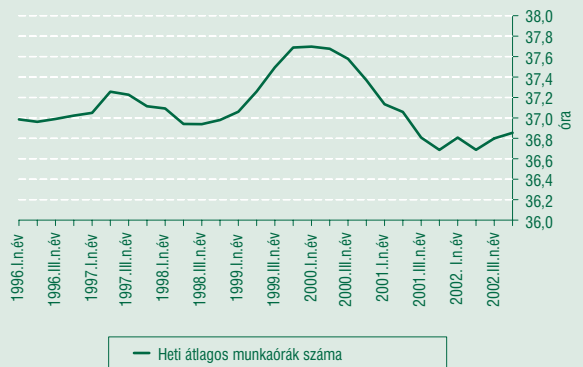
2002-ben a foglalkoztatás várhatóan mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásokban nagyjából az előző prognózisunknak megfelelően alakult, azaz a feldolgozóiparban 2% körüli létszámcsökkenés, a piaci szolgáltatásokban 1,4% körüli létszámnövekedés volt.

2003-ban azonban a feldolgozóiparban a foglalkoztatás csökkenése valószínűleg korábbi előrejelzésünknel nagyobb mértékű lesz. Úgy tűnik, hogy a versenyképesség romlása – amely részben a bérek elmúlt két évi, a termelékenység növekedését jóval meghaladó emelkedésének következménye – a foglalkoztatást a korábban feltételezettnél erősebben mérsékli. Ezt támasztják alá a 2002 végétől ismertté vált anekdotikus információk és legfrissebb számításaink is. A piaci szolgáltatásokban

¹⁵ Novemberig KSH tényadatok alapján, a decemberi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

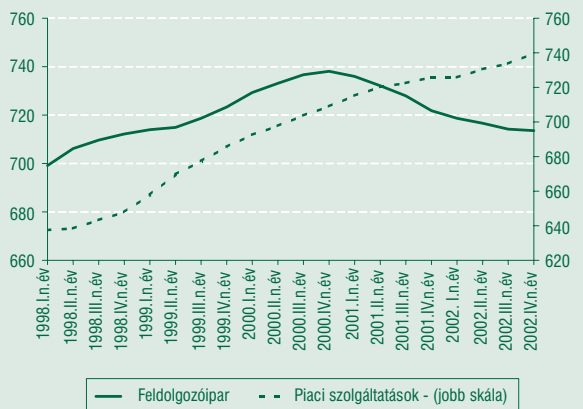
¹⁶ Az intézményi munkaügyi statisztika alapján.

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



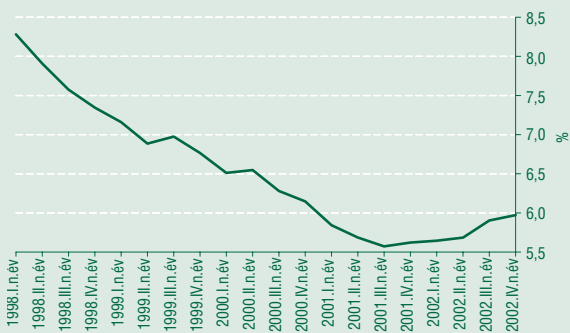
* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Novemberig tényadatok, a decemberi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

III-2. ábra: A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása*



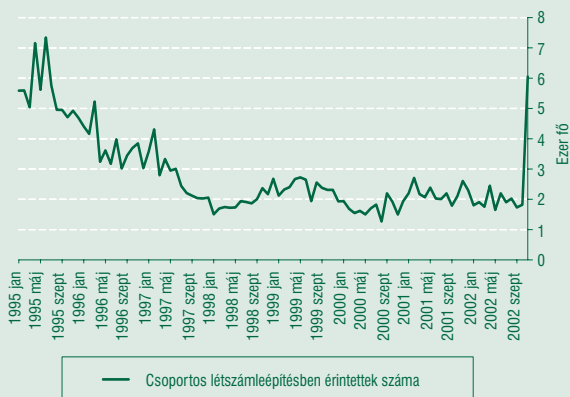
* Az alapadatok forrása: KSH. Novemberig tényadatok, a decemberi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

III-3. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása*



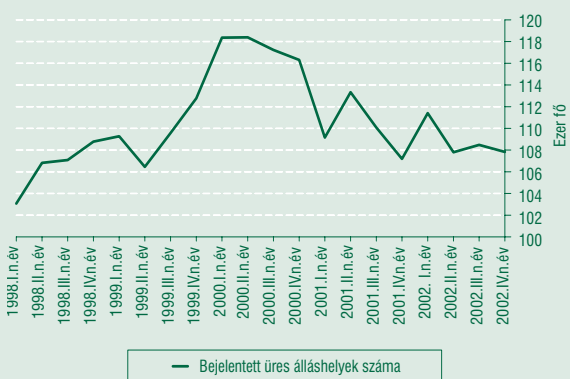
* A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

III-4. ábra: Bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma*



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

III-5. ábra: A bejelentett üres álláshelyek száma*



* Az adott negyedévben beérkezett bejelentések száma (forrás: Foglalkoztatási Hivatal). Novemberig tényadatok, a decemberi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

2003-ban az előző évinél mérsékeltebb létszámnövekedést várunk, a lassabban növekvő fogyasztási kereslet miatt.

2004-re a versenyszektorban a foglalkoztatás szinten maradását feltételezzük a gazdaság növekedési ütemének stagnálását figyelembe véve.

III. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség

2002 végén a gazdaságban bővültek a munkaerő-tartalékok. A munkanélküliek aránya tavaly az év második felében kissé növekedett.¹⁷ Ez tendencia-változás kezdete lehet a munkanélküliség korábbi stagnálása, illetve trendszerű csökkenése után. A munkaügyi hivatalokban regisztrált munkanélküliek száma is némi növekedést mutatott az év utolsó hónapjaiban.

2002 novemberében a bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma jelentős növekedést mutatott. Azt valószínűsítjük, hogy a tervezett elbocsátások számának emelkedése részben a világgazdasági konjunktúra lassulás késleltetett hatásának tulajdonítható – különösen a nagyobb külföldi tulajdonú vállalkozások esetében –, de hozzájárulhatott a termelékenység növekedését jóval meghaladó munkaköltség növekedés és a reálfelértékelődés következtében romló versenyképesség is.¹⁸ A bejelentett üres álláshelyek száma a negyedik negyedévben kissé mérséklődött.

Mindezek alapján úgy tűnik, hogy a munkapiac feszessége oldódik. Bár a versenyszektor aggregált szintjén eddig sem feltételeztünk kapacitásszűkösséget, bizonyos régiókban, szakmákban mutatkoztak szűk keresztmetszetek. A legfrissebb információk alapján ezek feltehetően enyhülnek. A munkaerő-tartalékok várható növekedése előrejelzésünk szerint fékezni fogja a bérinflációt.

III. 3. Bérinfláció

2002 folyamán a bérinfláció enyhén mérséklődött a versenyszektorban, ami mögött eltérő folyamatok húzódtak meg: a feldolgozóiparban egész évben kissé csökkent a bérdinamika, míg a piaci szolgáltatásokban az adatok a bérinfláció stagnálására utaltak.¹⁹ A legfrissebb (novemberi) adatok alapján ugyanakkor elképzelhető, hogy az év végén a dezinflációs környezethez való béralkalmazkodás felgyorsult, különösen a feldolgozóiparban.²⁰ Ezt figyelembe véve tavaly a bérek mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásokban korábbi becslésünkknél kissé mérsékeltebben emelkedhettek (11,9% illetve 13,6% körül). Ezt figyelembe véve a ver-

¹⁷ KSH Munkaerő-felmérés alapján.

¹⁸ Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a mutató szintje összességében nagyon alacsony, ezért érzékenyen reagál egy-egy bejelentésre.

¹⁹ Az intézményi munkaügyi statisztika alapján.

²⁰ Pontosabb képet csak a decemberi adatok birtokában kaphatunk, mert a prémiumok, jutalmak év végi kifizetésének időzítése nagymértékben befolyásolhatja az utolsó két hónap bérindefixét.

senyszektorban a 2002-es átlagos bérinflációt 12,9%-ra becsüljük.²¹

Az Országos Érdekegyeztető Tanácsban létrejött 2003-as bérajánlás véleményünk szerint nem okoz olyan mértékű változást a vállalati bérmegállapodások gyakorlatában, amely konzisztens lenne az előző *Jelentés*ben szereplő feltételezés további alkalmazásával. A megállapodás a versenyszektorban 4,5%-os nettó reálbér emelést javasol. *Reál* kategóriában való megállapodás a dezinflációra vonatkozó várakozások bizonytalanságára, nagy szórására utal, amit egyéb információink – a TÁRKI vállalati felmérése – is megerősítenek. 2003-ban a személyi jövedelemadó- és a járulékszabályok változása következtében nemzetgazdasági szinten a nettó bérek növekedése meghaladja a bruttó bérek növekedését, egyénenként viszont jövedelmi szinttől függően nagyon eltérő a bruttó és a nettó bérnövekedés viszonya. A *nettó* bérben való megállapodással azonban az a probléma, hogy ez a kategória a munkaadók számára nehezen értelmezhető, hiszen az a munkavállalók egyéni paramétereitől nagyban függ (pl. gyerekszám, lakástámogatások, befektetések, stb.).

A megállapodás óta ismertté vált vállalati véleményekből is úgy tűnik, hogy a cégek igen különbözőképpen értelmezik a megállapodást. Jelenlegi prognózisunkat ezért a korábbi feltételezés helyett a kereslet-kínalat hatásainak számbavételére, a várakozások és a múltbeli tapasztalatok figyelembe vételére építettük.

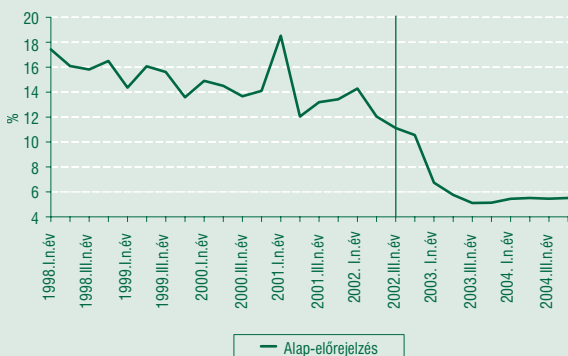
2003-ra így azt várjuk, hogy felgyorsul a vállalkozások alacsonyabb inflációs környezethez való nominális alkalmazkodása. Az év egészére 7,8% körüli bérinflációval számolunk, ami mögött a tényleges – negyedév/előző negyedév – béremelkedési ütemek erőteljes csökkenése áll. Az elmúlt két évben a munkaerő-költségek jelentős növekedése ugyanis a vállalati versenyképesség romlásával járt, ami 2003-ban a vállalkozásokat a korábbiaknál kisebb béremelésekre kényszerítheti. A versenyszféra nominális bérnövekedésének üteme az elmúlt két évben mindössze 1,5-2 százalékponttal csökkent, a lassuló gazdasági növekedés, a mérsékelt termelékenységjavulás, a romló export-jövedelmezőség, illetve a több mint 5 százalékponttal lassuló infláció ellenére. A reálbérek elmúlt két évi növekedése jóval meghaladta a termelékenység növekedését.

Az előrejelzés készítésekor azonban figyelembe vettük azt is, hogy a bekövetkezett dezinflációt sem a vállalkozások, sem a lakosság körében nem követte az inflációs várakozások megfelelő mértékű csökkenése. A TÁRKI legfrissebb, 2003. januári felméréseiből is az látszik, hogy a vállalatok továbbra is mintegy 4 százalékponttal magasabb inflációt érzékelnek a tényleges inflációhoz képest.²² Ráadásul míg 2002 folyamán az inflációs és bérnövekedési várakozások folyamatosan mérséklődtek a felmérés szerint, ez a tendencia 2003 januárjában megtorpant. A felmérés legfrissebb eredményeiből tehát nem látszik, hogy az előző *Jelentés* készítése óta a béremelési szándékok mérséklődtek volna.

²¹ Novemberig tényadatok, a decemberi adatot statisztika módszer segítségével becsültük.

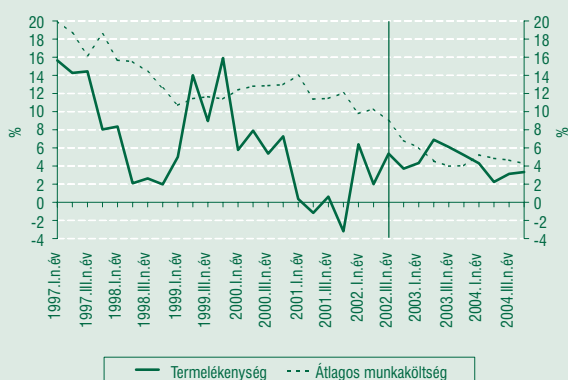
²² Bár dezinflációs időszakban gyakori jelenség, hogy a gazdasági szereplők inflációs észlelései és várakozásai némileg meghaladják a tényleges inflációt, ez a különbség túlzott mértékű.

III-6. ábra: A bérinfláció előrejelzése
(negyedév/előző negyedév évesített növekedési ütemek)*



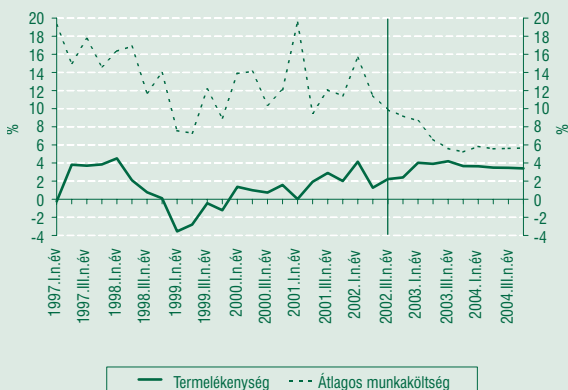
* Az alapadatok forrása: KSH. 2002 novemberig tényadatok, a decemberi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

III-7. ábra: Termelékenység és átlagos nominális munkaköltségek alakulása a feldolgozóiparban
(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)*



* Az alapadatok forrása: KSH.

III-8. ábra: Termelékenység és átlagos nominális munkaköltségek alakulása a piaci szolgáltatások körében
(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)*



* Az alapadatok forrása: KSH.

A bérnövekedést ugyanakkor fékezheti a munkapiac feszességének enyhülése, a bizonyos régiókban, szakmákban korábban tapasztalt munkapiaci szűk keresztmetszetek esetleges oldódása. A nominális árfolyam felértékelődéséhez való munkapiaci alkalmazkodás illetve a külső konjunktúra korábbi visszaesése pedig a munkanélküliség további növekedésével járhat, a munkapiac rugalmasságától függően.

Ezen tényezők hatására 2004-ben a versenyszektorban a bérek növekedése 5,4% körül várható előrejelzésünk szerint, ami korábbi prognózisunknál kissé mérsékeltebb növekedés.²³

Becsléseink szerint 2002-ben az átlagos munkaköltség a munkáltatók által a bruttó bérek után fizetett társadalombiztosítási járulék csökkentése miatt a bérinflációnál mintegy 1,5 százalékponttal lassabban emelkedett.²⁴ 2003-ra a bruttó béreken felüli munkaerőköltség-tételek közül jogszabályi változás alapján a tételes egészségügyi hozzájárulás mérséklődésével számolunk, ami a bérinfláció dinamikájánál mintegy 0,6 százalékponttal kisebb átlagos munkaköltség növekedést okoz.²⁵ 2004-es előrejelzésünkben nem számolunk a közterhek változásával.

III. 4. Termelékenység és a fajlagos munkaerő-költségek alakulása

A külső kereslet lassú, de tartós élénkülésének eredményeként a harmadik negyedévben némileg erősödött a hazai ipari konjunktúra.²⁶ A feldolgozóipari kibocsátás bővült az előző negyedévhez képest, ami a létszám csökkenése mellett a termelékenység növekedését eredményezte. A termelékenység szintje így már 2001 vége óta növekszik, ami a termelékenység prociklikus mozgása miatt szintén annak a bizonyítéka, hogy túl vagyunk a recesszió mélypontján.

A piaci szolgáltatások teljesítményét a belső és külső keresleti hatások együttesen alakítják, így a termelékenység ebben a szektorban viszonylag egyenletesen bővült az elmúlt időszakban. 2002 egészére a feldolgozóiparban 2,2%, a piaci szolgáltatásokban 2,6% körüli termelékenység-növekedést valószínűsítünk.

2003-ban a feldolgozóiparban a konjunktúra erősödésével, és így a termelékenység mintegy 5%-os növekedésével számolunk. 2004-ben a termelékenység bővülése az előző évinél várhatóan kissé alacsonyabb mértékű lesz (4% körüli), mert a foglalkoztatás visszaesése feltehetően megáll. A piaci szolgáltatá-

²³ Bár a személyi jövedelemadó-rendszer Parlament által már elfogadott 2004-es változásai következtében az átlagos személyi jövedelemadó-terhelés tovább mérséklődik, a munkabérek ezen felül terhelő és hasonló súlyú képviselő társadalombiztosítási járulék változásáról egyelőre nincs konkrét információ, ezért az előrejelzés készítésekor nem számoltunk a bruttó és nettó bérek növekedése között eltéréssel.

²⁴ 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.).

²⁵ A munkavállalónként fizetendő tételes egészségügyi hozzájárulás 2003. január 1-től 4500 forintról 3450 forintra csökkent.

²⁶ Mivel hozzáadott érték tényadatok csak 2002 harmadik negyedévéig állnak rendelkezésre, ezért a termelékenység és a fajlagos munkaerő-költségek esetében is az utolsó tényadat erre a periódusra vonatkozik.

sok termelékenység-növekedése várhatóan egyenletesebben, 3,5% körül alakul, ami a szektort érő ellentétes irányú keresleti hatások kiegyenlítődének az eredménye: a külső konjunktúra élénkül, miközben a fogyasztási kereslet növekedése lassul.

Az átlagos munkaköltségek növekedési üteme ugyan mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében csökkent a harmadik negyedév során, azonban még így is meghaladta a termelékenység bővülésének ütemét. Ennek eredményeként a termékegységre jutó munkaerő-költségek mindkét szektorban jelentősen emelkedtek.

Bár a fajlagos munkaerő-költségek növekedése az elmúlt időszakban folyamatosan lassult, de a növekedés így is a vállalatok versenyképességének romlását eredményezte. 2002-ben a feldolgozóiparban 7,9%-kal, a piaci szolgáltatásokban 9,3%-kal emelkedett a termékegységre jutó munkaerő-költség.

A jövedelmezőség elmúlt két évben bekövetkezett csökkenése várakozásaink szerint a vállalatokat további jelentős alkalmazkodásra kényszeríti. 2003 második felében a feldolgozóiparban a fajlagos munkaerő-költségek szintje várakozásaink szerint kismértékben csökkenhet. Ezt a folyamatot a külső konjunktúra élénkülése, és így a termelékenység növekedése is segíteni fogja. 2004-ben ugyanakkor a külső konjunktúra erősödésével már ismét a fajlagos munkaköltségek növekedését várjuk.

Prognózisunkban éves átlagban a feldolgozóiparban 2003-ra 1,1%-os, 2004-re 0,3%-os, míg a piaci szolgáltatások körében 4,6%-os és 1,9%-os fajlagos munkaköltség növekedéssel számolunk.

III. 5. Versenyképesség

A hazai feldolgozóipar versenyképességének mérésére a fajlagos bérköltség (ULC) alapú reálárfolyamot használjuk, amelynek alakulását a nominális árfolyam, valamint a hazai és külföldi munkaerőköltségek relatív változása együttesen határozza meg. Emellett a teljes nemzetgazdaság versenyképességének változását az ár-alapú reálárfolyammal is nyomon követjük, amely a hazai és külföldi inflációs különbözet nominális árfolyammal való korrekcióját méri.

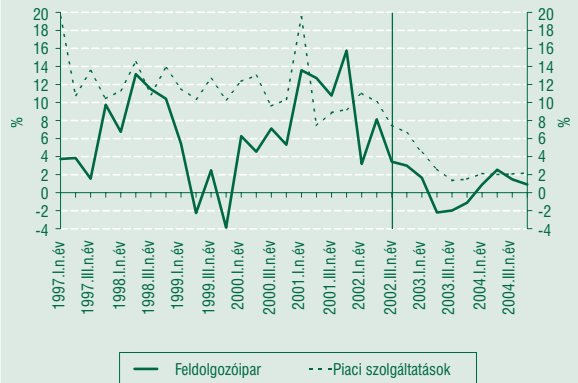
2002 harmadik negyedévében jelentős mértékben lelassult a hazai feldolgozóipari versenyképesség 2000. év óta tartó romlása. Ez egyrészt annak az eredménye, hogy a hazai fajlagos munkaerőköltségek növekedési üteme mérséklődött, és így a külföldi versenytársakéval közel azonos mértékben változott. Emellett a harmadik negyedévben a nominális árfolyam erősödése megállt, aminek hatására a hazai gazdaság ár-alapú versenyképessége a korábbi időszakhoz képest csak kismértékben romlott.

Bár a fajlagos bérköltségek 2002 negyedik negyedévi alakulására vonatkozóan még nem rendelkezünk tényadattal, valószínűnek tűnik, hogy ebben az időszakban a nominális árfolyam 3 százalékot meghaladó erősödése ismét jelentősen rontotta mind a fajlagos bérköltség, mind az ár-alapú feldolgozóipari versenyképességet.

A fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam prognózisunk több ellentétes hatású tényező eredőjeként a novemberi Jelentésben publikált előrejelzésünkhöz számszerűleg igen hasonló

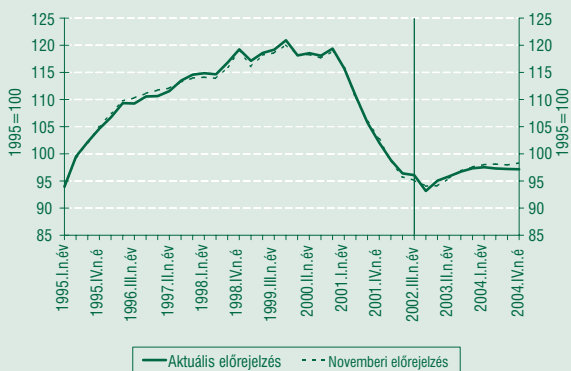
III-9. ábra: Termékegységre jutó munkaerő-költség alakulása

(negyedév / negyedév évesített növekedési ütemek)*



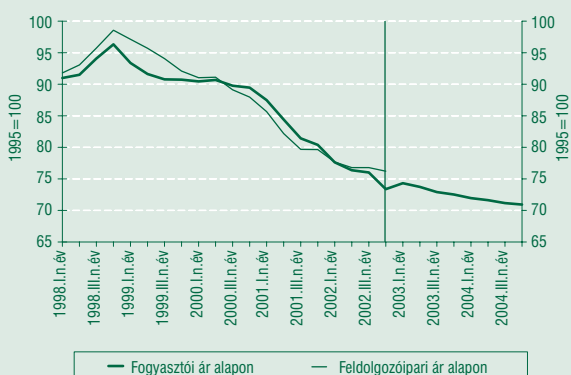
* Az alapadatok forrása: KSH.

III-10. ábra: Feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálfolyam szintje*



*A növekedés reálleértékelődést jelöl.

III-11. ábra: Áralapú reálfolyam mutatók*



*A növekedés reálleértékelődést jelöl.

an alakul. Míg a nominális árfolyam feltételezésünk kismértékben gyengült, addig a hazai fajlagos bérköltségek vonatkozásában mind 2003-ban mind 2004-ben magasabb növekedést várunk, mint korábban. Ezt a hatást csak részben ellensúlyozza az, hogy a külföldi bérköltségek várhatóan magasabbak lesznek a novemberben feltételezettnél, így a relatív fajlagos bérköltségek összességében 2003-ban eléri, 2004-ben pedig meghaladják a novemberi előrejelzés szintjét. A fenti tényezők hatására a jelenleg feltételezett reálfolyam 2003-ban közel azonos, 2004-ben pedig kismértékben erősebb a novemberi prognózisunknál.

Prognózisunkban továbbra is azt feltételezzük, hogy 2003-ban a relatív fajlagos bérköltségeink elsősorban a hazai vállalatok alkalmazkodásának eredményeként csökkennek, ami a fajlagos bérköltség alapú reálfolyam 4,5 százalékos körüli leértékelődését eredményezi. 2004-ben ezzel szemben a relatív fajlagos bérköltségeink csökkenése megáll és a reálfolyam így nagyjából szinten marad.

Az áralapú reálfolyam 2002. évi alakulását szintén meghatározza a nominális árfolyam év végi felértékelődése. 2003 második felében és 2004-ben ugyanakkor a hazai infláció csökkenésének eredményeként már mérsékelt ütemű felértékelődéssel számolunk.

IV. Monetáris folyamatok

IV. 1. A nemzetközi környezet és kockázati megítélés

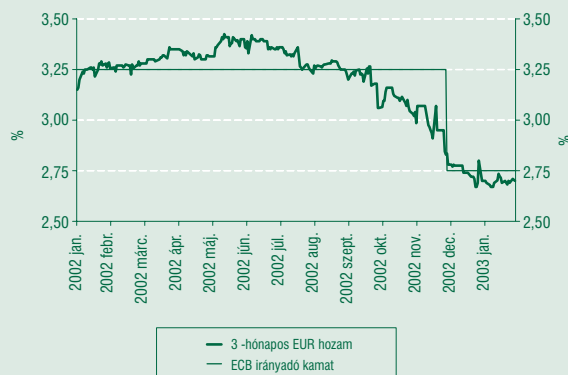
Az EKB december 5-én fél százalékponttal, 2,75%-ra csökkentette irányadó kamatát. A kamatcsökkentést a piacok már széles körben várták és beépítették a piaci hozamokba. Az EKB további kamatlépéseivel kapcsolatban a vélemények már jobban megoszlanak. A piac egésze 2003-ra enyhe, kb. 5-20 bázispontos csökkenést árazott be, ami kisebb, mint az EKB szokásos legkisebb lépésköze. A világgazdasági stagnálás elhúzódásával, a világpolitikai feszültségek növekedésével erősödhetnek a kamatcsökkentési várakozások, különösen, ha igazolódna az infláció jövőbeni mérséklődésére vonatkozó előrejelzések. Az infláció árstabilitást jelentő szintre (2% alá) csökkenését elsősorban az olajárak jövőbeni alakulása veszélyeztetheti az euróövezetben, de gátolhatja az is, ha a bérek növekedése nem lesz eléggé mérsékelt. Az euró dollárral szembeni erősödése valószínűleg csak lassan csökkenti az inflációs nyomást.

Noha a globális kockázati mutatók az elmúlt évek átlagához képest még mindig igen magas szinten állnak, az elmúlt három hónapban jelentős mértékben csökkentek. Ez a nemzetközi befektetők októberihez viszonyítva nagyobb kockázatvállalási hajlandóságára, vagy a várakozások kisebb bizonytalanságára utal.

Különösen nagy mértékben javult az EU-csatlakozás előtt álló országok kockázati megítélése. Az októberi írországi népszavazás, amely a nizzai szerződés elutasítása esetén kitolhatta volna a belépés időpontját, kedvező eredménnyel zárult. A december 12-13-i koppenhágai csúcson elfogadott határozat, amely a tíz csatlakozó országot meghívta az Európai Unióba, gyakorlatilag minden lényegesnek tekintett akadályt elhárított a 2004-es csatlakozás elől, és véget vetett a csatlakozás dátumával kapcsolatos bizonytalanságnak.

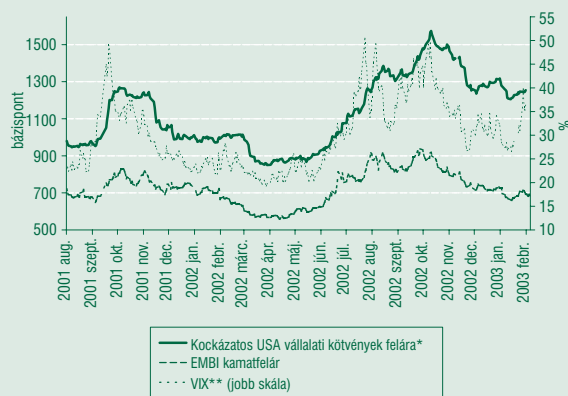
A magyar állam hitelkockázata így a romló makrogazdasági egyensúly ellenére sem nőtt az utóbbi hónapokban. Ezt mutatja az euróban kibocsátott magyar államkötvények csökkenő kamatfelára. A kedvező csatlakozási kilátások következtében a Moody's november 12-én bejelentette nyolc csatlakozó ország devizaadósságának feljavítását. Nem gyakorolt egyelőre érzékelhető hatást az a potenciálisan ellentétes hatású bejelentés, hogy - Lengyelország és Csehország mellett - Magyarország belföldi valutában fennálló hiányának és adósságállományának növekedése miatt a Standard és Poor's leminősíti a forintban kibocsátott állampapírokat.

IV-1. ábra: Az EKB irányadó kamata és a rövid piaci hozam



Forrás: Reuters

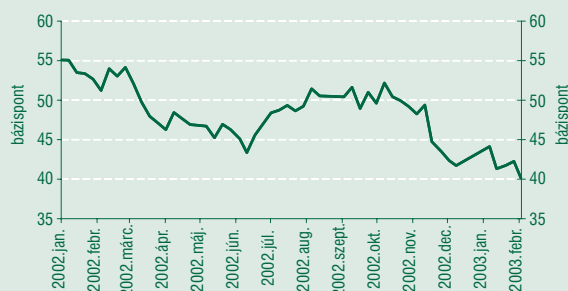
IV-2. ábra: Globális kockázati mutatók



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

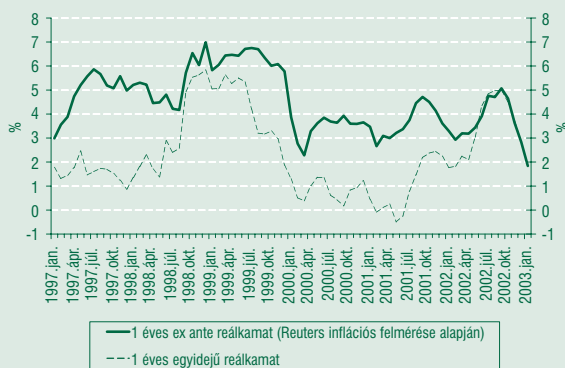
**Az S&P100-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás

IV-3. ábra: Az euróban kibocsátott magyar államkötvények felárának alakulása

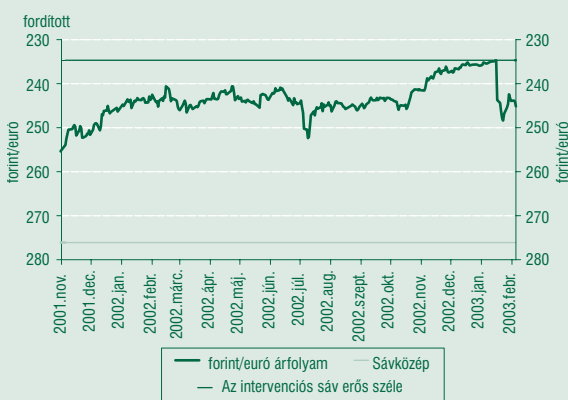


Forrás: MNB

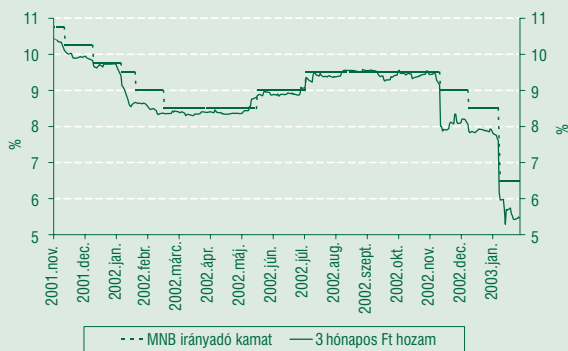
IV-4. ábra: Egy éves reáلكamatok



IV-5. ábra: A forint árfolyama



IV-6. ábra: Jegybanki irányadó kamatok és a rövid piaci hozamok



IV-7. ábra: Három hónapos kamatkülönbözet az euró-övezethez viszonyítva



IV. 2. Kamat és árfolyamalakulás

A forint árfolyama 2002 augusztusa és novemberre között egy viszonylag szűk sávban mozgott, november elejétől fogva azonban erősödni kezdett, és januárra az erős sáv szélé közelébe került. Ezt a felértékelődési folyamatot alapvetően három tényező mozgatta. Egyrészt, amint azt már említettük, a kérdéses időszakban a kockázati mutatók egyértelműen csökkentek. Másrészt, az októberi ír népszavazás után jelentős akadály hárult el Magyarország EU-tagsága előtt. Ez felerősítette az ERM-II árfolyamrendszerhez és a közös európai valutához való gyors csatlakozásunkra vonatkozó várakozásokat, csökkentette a forintbefektetésektől elvárt kockázati felárat, ami növelte a konvergencia-befektetések volumenét. Harmadrészt, a vizsgált időszakban olyan hírek láttak napvilágot, amelyek kockáztatták a Kormánnyal közösen megállapított inflációs célok elérését, ezért az MNB nem követte teljes mértékben irányadó kamataival a kockázati prémium csökkenését.

Az inflációs célok szempontjából jelentős kockázattal járt az Országos Érdekegyeztető Tanácsban született bérmegállapodás. A 2003. évi költségvetés keresletszűkítő hatása az év végén már kisebbnek tűnt a korábban vártnál. Ezekből adódóan az MNB úgy értékelte, hogy a célok elérése csak az októberinél erősebb árfolyam mellett lehetséges, amely azonban még mindig az intervenciós sávon belül van. Figyelembe véve az árfolyamnak ebben az időszakban lezajlott erősödését, az MNB szükségesnek látott két kamatsökkentést: a Monetáris Tanács november 18-án 50 bázisponttal, majd december 16-án újabb 50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatokat. Mivel az árfolyamerősödés mértéke számottevő volt, összességében szigorodtak a monetáris kondíciók.

A kamatsökkentések eredményeként a piaci szereplők egy része számára világossá vált, hogy a Jegybank mindenképpen megvédi az árfolyamsáv erős szélét, ha ez szükségessé válik, akár nagymértékű kamatlépésekkel is. Ez a tény be is épült a kamatvárakozásokba, amit demonstrál az 1-3 éves államkötvényhozamok novemberi esése (IV.4. fejezet). Az egyéves referenciahozam közel 10 százalékról 7 százalék alá csökkent, így az egyéves előretétele (Reuters elemzői konszenzussal számított) reáلكamat jelenleg 2 százalék alatt van.

Ugyanakkor azt a tényt, hogy a Jegybank megengedi, hogy az árfolyam megközelítse az erős sáv szélét, a piaci szereplők egy másik része úgy értelmezte, hogy az MNB-nek a közeljövőben szüksége lehet a 2003-as és 2004-es inflációs célok eléréséhez a sáv eltolására. Mindezt annak ellenére gondolták, hogy a sáv eltolás a Kormány és a Jegybank közös hatásköre, és egyik fél sem adta tanújelét ilyen irányú szándékának.

Ezek a téves vélekedések vezettek a január 16-ai spekulációs támadáshoz. A támadásra reagálva az árfolyamsáv védelmében az MNB a kezdeti intervenciók után radikális kamatsökkentéssel reagált: két nap alatt 200 bázisponttal 6,5 százalékra mérsékelte az irányadó kéthetes betét kamatlábát, de az effektív kamatlábát ennél is jobban, 500 bázisponttal csökkentette, hiszen mennyiségi korlátozást vezetett be a kéthetes betétre, az overnight piacon pedig ± 1 százalékról ± 3 százalékra szélesítette a kamatfolyosót.

A radikális kamatsökkentés segítségével sikerült a spekulációs támadást megállítani. Az árfolyam ennek hatására átmenetileg gyengült, majd a 245 HUF/EUR szint körül stabilizálódott.

A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei

2003. január 15-én spekulációs támadás indult a forint lebegtetési sávjának erős széle ellen. A spekulánsok abban bíztak, hogy rövid idő alatt kikényszerítik a sáv eltolását, ami után a forint erősödni fog, és ők kedvezőbb árfolyamon zárhatják pozícióikat. A támadás során, január 15-én és 16-án az MNB jelentős mennyiségű eurót vásárolt az erős sávszélen, a piaci árfolyam további erősödését megakadályozandó.

Annak érdekében, hogy a támadást motiváló sávmentési várakozásokat csillapítsa, a Monetáris Tanács kamatsökkentéssel nyilvánította ki elkötelezettségét a lebegtetési sáv megvédése iránt. A támadás első napján, január 15-én 100 bázisponttal csökkent az irányadó, 2-hetes betéti kamat. Mivel másnap ismét jelentős sávszéli forinteladásra kényszerült a Jegybank, a Monetáris Tanács újabb 100 bázispontos csökkentés mellett döntött, amivel a 2-hetes betéti kamatszint 6,5 százalékra mérséklődött. A kamatsökkentéssel egyidőben mennyiségi korlátot vezetett be irányadó instrumentumára, valamint kiszélesítette az overnight kamatfolyosót ± 1 százalékról ± 3 százalékra. Ez utóbbi intézkedéseivel az overnight betéti kamat, vagyis a 3,5 százalék vált a piac számára *de facto* irányadóvá.

* * *

A spekulációs támadás előzményei 2002. október-novemberig nyúlnak vissza, amikor két okból felértékelődési nyomás nehezedett a forintra. Egyfelől a javuló Európai Unió csatlakozási kilátások miatt kedvezőbbé vált a forintbefektetések kockázati megítélése, ezért a külföldi befektetők novemberben jelentős keresletet támasztottak a magyar állampapírok iránt.

A másik ok a növekvő inflációs kockázat volt. A monetáris politika által közvetlenül nem befolyásolható, ám az infláció alakulását nagy mértékben meghatározó tényezők 2002 második felében rendkívül kedvezőtlenül alakultak. Elsősorban a magas költségvetési hiány, valamint a termelékenység-növekedéstől tartósan elszakadó bérdinamika jelentett komoly kockázatot. Az inflációs célkövetéses rendszer működési logikájából következően a piaci szereplők ilyen esetben nem feltétlenül (csak) az inflációs várakozásaikat emelik, hanem (egyidejűleg) a monetáris kondíciók szigorítására (is) számítanak.

A magyar gazdaság adottságai miatt a forint árfolyama az a kitüntetett eszköz, mellyel a monetáris politika hatékonyan tudja befolyásolni az ármozgásokat. A rövid kamatok közvetlen hatása kicsi, szerepük az árfolyam alakítására korlátozódik. Az inflációs célkövetésnek megfelelően tehát a külső tényezők kedvezőtlen hatásának tompítását egy erősebb árfolyamon keresztül várta a piac. Ez konkrétan azt jelentette, hogy az év közepén az inflációs cél szempontjából még optimálisnak tekintett 240-245 közötti forint/euró árfolyammal az év utolsó hónapjaiban már megnőtt a célok elvételének kockázata.

Az árfolyam-várakozások és az árfolyam elmozdultak az erős sávszél közvetlen közelébe, ahol kézenfekvő volt arra számítani, hogy mivel mozgásterét jelentősen leszűkíti, a monetáris politika érdekelt lesz a lebegtetési sáv erős irányba történő eltolására. Bár az MNB hangsúlyozta, hogy a sávszél védelmének hajlandó alárendelni kamatpolitikáját, a *Reuters* piaci makroelemzők és kutatóintézetek körében végzett novemberi és decemberi felmérése arról tanúskodik, hogy noha a konszenzusos árfolyam-várakozás a sávon belül volt, elemzők egy szűk köre határozottan számított az árfolyamrendszer korai megváltoztatására, és a forint sávszélen túli erősödése.

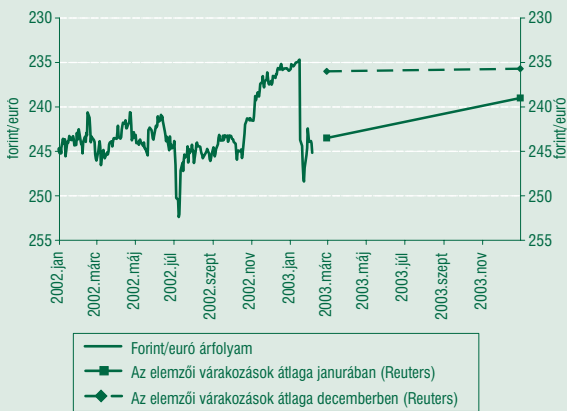
A támadásban – vélhetően – döntő szerepe volt annak, hogy nem mindenki előtt volt teljesen egyértelmű, kinek van jogosultsága az árfolyamrendszer, ezen belül a lebegtetési sáv megváltoztatására. Azok a befektetők, akik részt vettek a támadásban, figyelmen kívül hagyták a Jegybanktvény vonatkozó rendelkezését, miszerint az árfolyamrendszer megváltoztatásáról a Kormány az MNB-vel egyetértésben dönt. Ők kizárólag az inflációs célkövetés és az árfolyamsáv megléte között érzett ellentmondásra összpontosítottak, annak ellenére, hogy a novemberi forinterősödés során a Jegybank és a Kormány is határozottan kiállt a jelenlegi árfolyamsáv mellett.

A spekulánsok által a legjobb kimenet esetében várt árfolyamnyereség mértékére utal, hogy számottevő, a devizapiac nem kellő mélységéből következő kockázatot is vállaltak a támadás megindításakor. Az árfolyamnyereség gyors realizálásakor megjelenő, a piac méretéhez viszonyítva rendkívülinek mondható forintkínálat ugyanis valószínűleg olyan mértékű árfolyamgyengüléshez vezetett volna, amely a spekulánsok egy részére a nyereséget veszteségbe fordította volna.

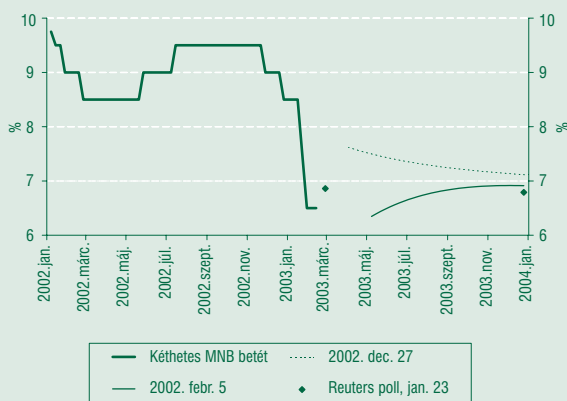
IV. 2. 1. Kamat és árfolyam-várakozások

A legfrissebb Reuters felmérés alapján képet alkothatunk az elemzői árfolyam- és kamatvárakozásokról. A felmérés válasza-
inak beadási határideje január 23-a szerda volt, vagyis az árfolyam és kamatvárakozások kialakításakor már 6,5 százalék volt a kéthetes betéti kamat, és 247-249 forint között volt az euró árfolyama. A megkérdezett elemzők nem számítanak az árfo-

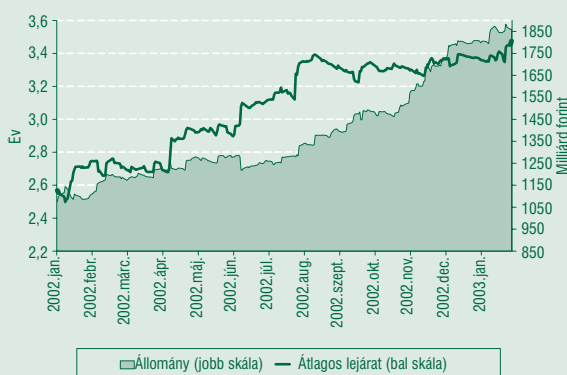
IV-8. ábra: A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyam-várakozások



IV-9. ábra: A jegybanki irányadó kamat és kamatvárakozások a hozamgörbe valamint a Reuters felmérése alapján



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



Forrás: MNB

lyam gyors visszatérésére a sávszélhez. Február végére 243,5, decemberre 239 HUF/EUR a konszenzus.

Az elemzői várakozások túlnyomó többsége szerint azonban már február végén 7 százalékos lesz a kéthetes betéti kamat. A hozamgörbe alapján számolható várakozások ennél némileg alacsonyabb kamatokot jósolnak február végére. Ugyanakkor mind a Reuters felmérés, mind a hozamgörbe alapján elmondható, hogy 2003 végére a piac 6,8 százalékos körüli alapkamatot vár. Az elemzők szerint csak 2004-ben lesz lehetőség jelentősebb kamatsökkentésekre: az év végéig 5,75 százalékra mérséklődhet a szint. A csökkenés mértéke megegyezik az infláció ugyanerre az időszakra várt változásával.

IV. 3. Tőkeáramlások

Az elmúlt negyedévben folytatódott az erőteljes külföldi tőkebeáramlás. Az EU csatlakozás biztosabbá válásával és kiszámítható közelségbe kerülésével a hosszú lejáratú magyar állampapírok vonzották a további kamatkonvergenciára számító nemzetközi portfólió befektetőket. Ennek következtében a külföldiek által birtokolt állampapír-állomány az elmúlt negyedévben is gyorsan növekedett, miközben az állomány átlagos lejáratának nagyjából változatlan maradt. Az érdeklődés a decemberi ünnepek alatt némileg mérséklődött a tőkepiaci aktivitás általános csökkenésének megfelelően, de január elején ismét megugrott.

Az év eleji keresletnövekedés jól ismert jelenség a hazai piacon, ugyanis az új évet a nemzetközi befektetők az új évre vonatkozó befektetési stratégiájuk megvalósítására törekedve kezdik. Ennek során kiegészítik a portfóliójukat az új évre elhatározott célportfólió mennyiségei és arányai szerint, ami nettó kötvénvásárlással jár. Az idén ez a növekmény január közepén jelent meg az állampapírpiacra, és a külföldiek kezében lévő állomány 4,4%-át tette ki. Ennek ellenére a stabilan 3,5 év hátralévő átlagos lejáratú állomány arra utal, hogy az állampapír befektetők döntő többsége az európai, euróövezeti csatlakozással járó kamatkonvergenciából kíván profitálni, és középtávú befektetési horizonttal rendelkezik.

A forint kereslet és kínálat összetevőit vizsgálva látható, hogy a jelentős folyó fizetési mérleg hiány ellenére a forintkereslet (tőkebeáramlás) nagyobb volt, mint a kínálat (kiáramlás). Ez főleg a nagyarányú állampapír-vásárlásnak köszönhető, ami a III. negyedévben nettó 241 Mrd Ft-ot, október-novemberben pedig 199 Mrd Ft-ot tett ki. Ez ellensúlyozta a lassuló közvetlen tőkebefektetések, illetve más kisebb tételek hatását.

A kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott devizapozíciójának növekedése folyamatos és gyors volt a nyár vége óta. A bankok arra törekedtek, hogy a mérleg szerinti nyitott pozíciónövekedést ellensúlyozzák árfolyam-fedezeti eszközökkel, így a teljes nyitott pozíciójuk alacsony, 20-30 Mrd Ft körül maradt. A bankrendszer így alkalmazkodott a tőkebeáramláshoz addig, amíg a forint árfolyama el nem érte az erős oldali sávszélt. Ekkor azonban nagy tételben adták el a jegybanknak a náluk levő devizát és váltották forintra, aminek eredményeként a mérleg szerinti pozíciójuk ellenkező előjelűvé változott. A teljes nyitott pozíciójuk azonban a határidős pozícióik alkalmazkodásának eredményeképpen csak kevéssé változott, semleges szint körül, némileg az alatt (deviza short pozíció) alakult a támadást követően.

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	III. n. év	okt.–nov.
I. Konszolidált államháztartás devizaegyenlegével korrigált folyó fizetési- és tőkémérleg (1.+2.–3.)								
1. Folyó fizetési mérleg	-52	-124	79	-97	-133	-252	-158	-148
2. Tőkémérleg	15	39	23	16	13	15	6	8
3. Konszolidált államháztartás devizaegyenlege	3	-32	14	-19	9	-34	-1	-9
II. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	126	179	108	155	42	113	36	15
III. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet	-28	-15	-6	-111	58	-62	26	-48
1. Vállalatok	-20	-21	2	-64	25	-70	13	-53
2. Háztartások	-8	6	-8	-47	34	8	13	5
IV. Nettó portfólió befektetések (1.+2.+3.)	90	212	-134	85	214	-5	117	234
1. Állampapír	90	196	-79	136	144	32	241	199
2. Részvény	6	-10	8	-15	12	-30	-25	-27
3. Forintbetét	-6	26	-62	-36	58	-7	-98	62
V. Vállalati devizahitel (1.+2.)	-84	-128	-44	-62	-202	-44	-65	41
1. Belföldi	-10	5	19	-12	45	55	69	49
2. Külföldi	-74	-134	-63	-50	-247	-99	-135	-8
VI. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	12	37	50	99	23	119	100	43
VII. Egyéb	47	18	20	132	5	60	12	84
VIII. Bankrendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete (VIII. = II. + ... + VII.)	112	178	73	201	7	-70	68	221
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	68	221

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

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

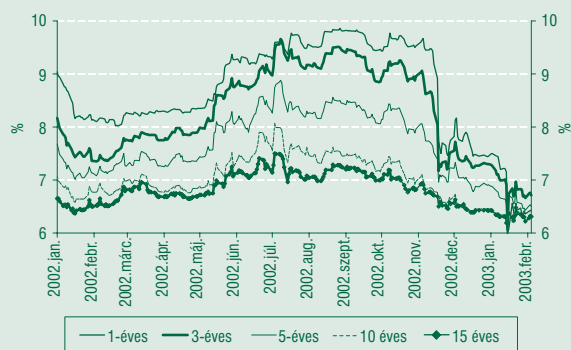
IV. 4. Hosszú hozamok és inflációs várakozások

A 2002. novembertől 2003. január végéig terjedő időszakban csökkentek az állampapír-piaci hozamok, elsősorban a rövid lejáratokon. A 12 hónapos diszkont-kincstárjegyé 9,4 százalékról 6,4 százalékra esett, a 10 és 15 éves referenciahozamok csak kisebb mértékben, 50-60 bázisponttal mérséklődtek. A hozamcsökkenés gyakorlatilag két időpontban ment végbe: az első nagy csökkenés november, a második január közepén zajlott le. A két epizód eltérően érintette a hozamokat és azok lejáratú struktúráját.

A novemberi hozamesést a közelgő EU-tagsággal és az ERM-II árfolyamrendszerben történő részvételünkre vonatkozó várakozásokkal magyarázhatjuk. Megítélésünk szerint a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság növekedése sokkal kisebb hatást gyakorolt az állampapírára, és az inflációs várakozások sem változtak lényegesen.

A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) előszobájának tekintetű ERM-II árfolyamrendszerben mérséklődik a külföldi befektetők által érzékelt valutakockázat, ráadásul a csatlakozás közelsége már a korábbi időszakra vonatkozóan is kiszámíthatóbb árfolyamot jelent. Mindez azt eredményezi, hogy a megfelelő lejáratokra csökken a forintbefektetésektől megkövetelt kockázati felár.

Az állampapír-piaci hozamokból számított határidős hozamok (implikált forwardok) megközelítőleg a piaci kamatvárakozásokat tükrözik, így azokból képet nyerhetünk a jövőben várt kockázati prémium alakulásáról is. A forwardgörbe elmozdulása a fentebb elmondottakkal egybecsengve a 0-3 évig ter-

IV-11. ábra: Állampapír-piaci referenciahozamok**IV-12. ábra: 1 éves implikált* forwardhozamok és forint-euró forwardkülönbsétek változása novemberben**

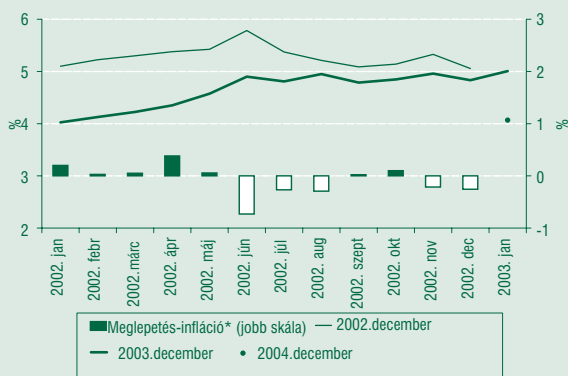
*Svensson-féle zéró-kupon becslés

IV-13. ábra: 1 éves implikált* forwardhozamok és forint-euró forwardkülönbsétek változása januárban



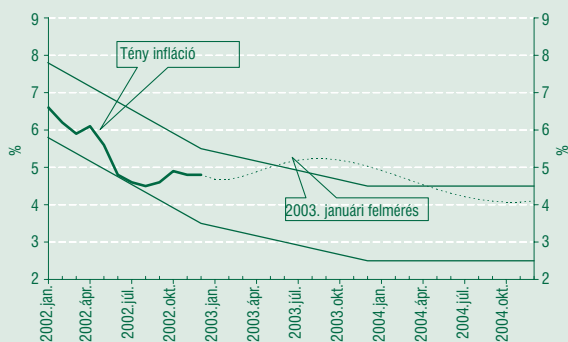
*Svensson-féle zéró-kupon becslés

IV-14. ábra: Inflációs várakozások alakulása (Reuters felmérés alapján)



*A megkérdés hónapjában mért infláció eltérése a várakozásoktól.

IV-15. ábra: Januári inflációs várakozások (Reuters felmérés alapján*)



*Az elemzői várakozások pályáját a Reuters-felmérés inflációs adataira (decemberi, éves átlagos, megkérdés hónapja) legsimábban illeszkedő görbével közelítettük.

jedő szakaszon ment végbe október és november vége között. A változás mértéke helyenként 100-200 bázispont volt. A kockázati prémium csökkenése mellett a piac vélhetően egy árfolyam-erősödést is beárzott, fenntartva egy kicsiny, de pozitív valószínűséget az intervenciós sáv eltolása lehetőségének. Ezt a *Reuters* decemberi felmérésében kinyilvánított árfolyam-várakozások is megerősítik.

A 3 év utáni szakaszon gyakorlatilag nem változtak, vagy inkább emelkedtek a forint implikált forwardok és az euró forwardokhoz viszonyított különbsétek. Ez arra utal, hogy a hozammozgásokban a nemzetközi kockázati megítélés javulása (IV.1. fejezet) csak marginális szerepet játszhatott. Az elmúlt években többnyire azt tapasztaltuk, hogy amikor globális tényezők miatt nőtt a forint piacokon is aktív befektetők kockázattvállalási hajlandósága, a forward hozamokban bekövetkezett csökkenés csak kis mértékben függött a lejáratától, többnyire a hozamgörbe teljes hosszán érezte hatását. Bár a forint hozamok implikált forwardjai 9-10 évtől kezdve gyakorlatilag nem tartalmaznak prémiumot az euróhoz képest, a globális befektetési légkör javulása a 4-5 éves horizonton még méréselkelhetne volna a jelenleg 1 százalékpontos felárat.

A 2003. január közepén lezajlott spekulatív támadás után az 1 évnél későbbi implikált forwardhozamok emelkedtek. Az elmozdulás 20-40 bázispontos mértéke ugyanakkor nem tekinthető kiugróan magasnak. Ennek megfelelően a hozamgörbéből kinyerhető információk alapján nem következtethetünk arra, hogy az inflációs várakozások jelentősen módosultak volna az elmúlt 1 hónapban. Ezt a makroelemzői felmérés is megerősíti. A spekulatív támadás megindulása után végzett Reuters felmérés szerint a 2003. végére várt infláció csak hiba-határon belül haladja meg a korábbi hónapok várakozásait (5,0 százalék szemben a 2002. június óta jellemző 4,8-4,9 százalék körüli átlagokra). Az árfolyam-várakozások is összhangban állnak ezzel, ugyanis az elemzők erősödésre számítanak. A most először kérdezett 2004. decemberre vonatkozó várakozások átlaga 4,1%, ami az inflációs cél körüli még tolerálható ± 1 százalékos terjedelmű tartományban van.

A másik ok, ami miatt valószínűsíthető, hogy az inflációs várakozások nem emelkedtek lényegesen az elmúlt hónapokban, a forward hozamgörbe 4 év utáni szakaszának viszonylagos stabilitása mind szintben, mind lefutásban. Az inflációs várakozások számottevő romlása a GMU-csatlakozásnak a hozamgörbébe jelenleg beárzott korai időpontját kitolná, a hosszabb forwardhozamokat megemelné. A Reuters felmérésében megkérdezett elemzők döntő többsége még a támadást követő árfolyamgyengülés után is 2007-2008-ra várta Magyarország GMU-csatlakozását.

V. Aktuális kérdések

V. 1. A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások

A 2001. novemberi *Jelentésünkben* részletes elemzést közöltünk a fiskális politika várható makrogazdasági hatásáról 2001-2002 folyamán. Mindez azon a szabályalapú előrejelzésen alapult, hogy a fiskális politika jövőbeli döntéseinek hatását nem prognosztizáljuk, mindig az addig ismert feltételekből indulunk ki. Így értelemszerűen az akkor várható 2001-es és 2002-es költségvetési pálya jelentősen eltér a későbbi döntések hatását is tükröző előzetes ill. tényszámoktól.

Jelen elemzésben az ott bemutatott elemzési keretet továbbvezetve a ténylegesen megvalósult 2001-2002-es ill. az általunk – az elfogadott 2003-as költségvetés alapján – becsült 2003-as folyamatok alapján próbálunk meg átfogó képet adni a költségvetés szerkezeti elmozdulásainak hatásmechanizmusáról.

A makrogazdasági hatások 2004-re áthúzódó része azonban csak olyan módon mutatható be, ha a fiskális politika vizsgálatát 2004-re is kiterjesztjük. Hasonlóan korábbi elemzésünkhöz a 2001-2004 közötti költségvetéseket most is egy olyan *alappálya* viszonylatában értelmezzük, amely a hosszú távú szerkezet és a hiány szintje szempontjából fenntarthatónak vélt 2000-es költségvetéshez képest csak a determinációk és az automatizmusok hatását tartalmazza. Ennek következtében eredményeink is egy ilyen forgatókönyv viszonylatában értelmezhetők.

Korábbi elemzésünket a 2001-2002-es teljesülésekre és a 2003-as várható számokra való továbbvezetésen túl azért is szükségesszerű volt megismételni, mert a rendelkezésre álló modellezési eszköztárunkat is továbbfejlesztettük, s így a modell viselkedése is némileg módosult.²⁷

A költségvetési pályában történt elmozdulások

A költségvetési politika makrogazdasági hatásainak értékelésekor nemcsak az aggregált keresletre gyakorolt hatást, hanem annak szerkezetét is mérlegelni kell. Eltérő struktúrában megvaló-

²⁷ A fentieket figyelembe véve korábbi elemzésünk frissítését az alábbiak szerint végeztük el. Első lépésben a korábbi költségvetési pályát feltételezve végeztünk szimulációkat a NIGEM modellel. Második lépésként a ténylegesen bekövetkezett 2001-2002-es és a várható 2003-as és a technikailag feltételezett 2004-es fiskális számok alapján újabb szimulációkat futtattunk, azt keresve, hogy az elmúlt évek költségvetési fejleményeinek mi volt a makrogazdasági hatása. Ily módon lehetővé vált, hogy a korábbi feltevéseinkhez képest bekövetkező fiskális döntések addicionális hatását is számszerűsítsük. A 2001-2003-as költségvetésekkel végzett szimulációs eredményeinket így nem a korábbi *Jelentésünkben* publikált számokkal vetjük össze, hanem az akkori feltevésekkel számított jelenlegi modellbeállításokkal.

V-1. táblázat: Az államháztartás elsődleges egyenleg-változásának szerkezete (GDP %)

	Alappálya	2001. novemberi feltevések		Aktuális feltevések				
		2001	2002	2001	2002	2003	2001-2003	2004
	2001-2003	várható		tény	előzetes	várható	várható	Technikai feltételezés
Bérek, transzferek	-0,1*	0,2	0,8	0,6	1,8	0,6	2,9	-0,1
Tőkekiadás	0,0	1,3	-0,1	0,3	2,0	-1,3	1,0	-1,0
Áru- és szolgáltatásvásárlás és egyéb	0,0	0,6	-0,4	1,0	0,7	-0,1	1,5	-0,8
Kiadás összesen	-0,1	2,2	0,3	1,9	4,5	-0,9	5,3	-1,9
Lakossági jövedelemadók	0,1**	0,3	-0,1	0,4	0,4	-0,7**	0,1	0,0
Vállalati jövedelemadó (nettó)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,6	0,0	0,1
Egyéb adók	-0,3***	-0,8	-0,1	-0,6	0,2	0,1	-0,3	0,2
Bevétel összesen	-0,2	-0,5	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,2	0,3
Egyenleg (orosz törlesztés, nyugdíjreform nélkül)	-0,1	-2,7	-0,5	-2,1	-4,3	0,9	-5,5	2,2
Orosz törlesztés hatása	0,0	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0
Elsődleges egyenleg változása összesen****	-0,1	-2,5	-0,5	-1,8	-4,3	0,9	-5,3	2,2

* Automatikus megtakarítás a nyugdíjakkal a svájci indexálás alapján

** Nyugdíjreform folytatódása bevétel kiesést jelent, ez a keresletre nincsen hatással, ezért az elmozdulásból visszakorrigáljuk

*** Automatikus kiesés a vámoknál a fokozatos vámcsokkentés miatt

**** Az összehasonlíthatóság érdekében a vállalati konszolidáció miatti módszertani változás hatása nélkül számítva, így eltér a II.1.2. alfejezetbeli számoktól.

suló fiskális lazítás vagy szigorítás egészen más jellegű inflációs és növekedési hatásokkal jár. A 2001. novemberi szimulációnk óta a költségvetés megvalósult pályája alapvetően változott. Ezek a változások követhetőek nyomon a táblázatban.

Az *alappálya* kialakításánál elmozdulást jelentett a korábbi szimulációhoz képest, hogy 2001-2002 esetében már előzetes illetve tényszámok állnak rendelkezésre arra vonatkozóan, hogy mekkora a hatása a fiskális politika determinációinak, automatizmusainak (vámleépítés, svájci indexálás). 2003-ra új információt jelentett a nyugdíjreform folytatódása: az ebből eredő bevételkiesést, mivel keresleti hatása nincsen, szintén korrigálni kellett.

A 2001-2002-es *előzetes teljesülést* összevetve a 2001-ben prognosztizált szerkezettel, egyrészt az állapítható meg, hogy a két év jellemzői nem olyan karakterisztikusak. Akkori prognózisunkban az első évet inkább a tőkekiadások, a második évet inkább a bérek és lakossági transzferek növekedésével jellemeztük. 2001-ben a fiskális folyamatok miatt a tőkekiadások nem gyorsultak a várt mértékben, viszont részben ezzel párhuzamosan 2002-ben lettek sokkal magasabbak. Ezzel szemben a bérek és lakossági transzferek 2002-re várt növekedésének egy része korábban, 2001-ben bekövetkezett. A másik eltérés, hogy 2002-ben nagyobb keresletbővülés valósult meg, és ennek szerkezete a bérek és transzferek még magasabb növekedéséhez vezetett, és a dologi (ill. az egyéb) kiadások esetében a mérséklődés helyett növekedést eredményezett.

A szerkezeti elemzést 2003-ig kiterjesztve az állapítható meg, hogy az egyes bevételek teljesülése lényegében azon a GDP-arányos szinten várható, ahogy azt a determinációkat figyelembe vevő alappályán feltételeznénk, vagyis a determinációk hatásától eltekintve minden bevétel ugyanolyan GDP-arányos szinten lenne, mint 2000-ben. Más szóval 2003-ra várhatóan visszatérünk GDP-arányosan a kiinduló állapotba. A kiadási oldalon ezzel szemben minden kiadási tétel jelentősen meghaladja a viszonyításként szolgáló 2000-es GDP-arányos szintet.

A 2004-es fiskális pályát illetően a Középtávú Gazdasági Program teljesítéséből indultunk ki. A 2004-re feltételezett 2,2%-os keresletszűkítés technikai feltételezésünk olyan szerkezetben

valószínűleg meg, hogy – ahol ez lehetségesnek látszik – ott nagyjából az alappálya, a semlegesnek tekintett 2000. év kiadási és bevételi szerkezete áll vissza.²⁸

A modell továbbfejlesztése miatt történt elmozdulások

Modell szimulációinkat a NIGEM modell magyar blokkjának felhasználásával készítettük el.²⁹ A 2001. novemberi *Jelentésünkben* publikált számításainkhoz képest a NIGEM modellen két fő ponton változtattunk az azóta rendelkezésre álló információink alapján.

Egyrészt némileg megnöveltük az import rövid távú konjunktúra érzékenységét. Ennek köszönhetően egy adott keresleti sokk ceteris paribus gyorsabban jelenik meg a modellben, ugyanakkor a hosszú távon vett hatás azonos. A másik változtatásunk egy hosszabb távú összefüggést érint, számításainkban azt feltételeztük, hogy a kormányzati beruházás a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját nem befolyásolja.³⁰

Eredmények – a 2001-2003-as költségvetés makrogazdasági hatásai

Eredményeink szerint a 2001-2003 között bekövetkező fiskális keresletbővítés 2001-ben 0,5%-kal bővítette a GDP-t a korábbi adatok alapján becsülhető 0,9%-kal szemben. Ennek a különbségnek elsődleges oka a 2001-ben bekövetkezett, a korábban vártnál kisebb keresletbővítés. A kisebb keresletbővítés a fizetési mérleg hiányának korábban vártnál kisebb emelkedésével és enyhébb inflációs hatással jár együtt.

A fentiekhez képest 2002-ben a korábbiaknál számottevően nagyobb GDP hatást (1,4 százalékpontos hatás a korábbi 0,1 százalékponttal szemben), jelentős inflációnövelő és egyensúlyrontó hatásokat számszerűsít modellünk, a megvalósult nagyobb fiskális expanzióból következően. Mivel a 2000-hez képest felhalmozódó keresletbővítés 2003-ban is csak kisebb részben fordul vissza és még az előző évek átgyűrűző hatása is érvényesül, így az inflációs különbség az alappályaéhoz képest 2003-2004-ben lesz igen magas, a külső egyensúlyhiány növekedése pedig tovább folytatódik.

²⁸ Eltértünk ettől a bérek és transzferek esetében, ahol a *Jelentés* államháztartási részében szereplő – szerényebb mértékű – visszafogást valószínűsítettük. A másik eltérés az áru és szolgáltatás vásárlás és egyéb kiadások esetében van, ahol a 2000-es szintre való egy lépésben történő visszaállás rendkívüli csökkenést jelentett volna. A nettó módon számolt vállalati jövedelemadók kategóriájában a 2000. év szintjénél magasabb bevételt jelenthet egyenlegében a vállalati folyó támogatások 2000-es szintre való visszaállása és a 2003-tól igénybevehető adókedvezmény hatása, az egyéb adók és bevétel sor növekedése pedig egyes EU-val kapcsolatos tételek becsülésével magyarázható.

²⁹ A magyar blokk részletes leírását ld. Jakab M. Zoltán – Kovács Mihály András: Magyarország a NIGEM modellben, MNB Füzet 2002/3.

³⁰ Mint azt már az előző alkalommal is jeleztük, a kormányzati beruházások kezelése makrogazdasági modellekben meglehetősen problematikus. A nemzetközi kutatások ugyanis igen ellentmondóak ezek hosszú távú hatékonyságát illetően. Összességében megállapítható, hogy a kormányzati beruházások némileg hozzájárulnak a gazdaság potenciális kibocsátásának emelkedéséhez, ugyanakkor hatékonyságuk jóval elmarad a magánberuházásokétól, így hosszú távú hatásuk mértéke igen bizonytalan. A NIGEM, mivel alapvetően nem erre a kérdésre kidolgozott modell, ezt a problémát nem képes megfelelő árnyaltsággal kezelni. Két eset vizsgálható a modellen belül. Alapértelmezésben a kormányzati beruházások a magánberuházásokhoz hasonlóan emelik a gazdaság potenciális kibocsátását. Megoldható azonban, hogy ezt a hatást kikapcsolva a kormányzati tőkekiadások ne változtassák a gazdaság növekedési potenciálját. Elemzésünkben mi az utóbbi megoldást választottuk azért, mert értékelésünk szerint a kormányzati tőkekiadásoként klasszifikált tételek jó része vállalati tőketranszfer, amelynek hosszú távú hatékonysága annál is inkább kérdéses, mert nem csupán klasszikus beruházási tevékenységet, hanem múltbeli vagy jövőbeli veszteségeket is fedez. Összességében azonban ez a feltevésünk a modell néhány éves lefutásában nem jelentett lényeges megszorítást

V-2. táblázat: A 2001-2004-es fiskális politika hatása a makrogazdasági folyamatokra

(az éves növekedési ütemek százalékpontos eltérése az alapesettől, zárójelben a 2001. novemberi feltevésekkel számított szimuláció)

	Háztartások fogyasztása	Kormányzati fogyasztás	Beruházás	Export	Import
2001	0,2 (0,1)	5,3 (6,5)	1,0 (3,4)	0,0 (0,0)	0,8 (1,6)
2002	1,4 (0,7)	3,1 (0,2)	6,0 (3,4)	-0,1 (0,1)	2,4 (0,2)
2003	3,1 (1,1)	-1,2 (0,0)	2,1 (0,2)	-0,4 (0,2)	0,5 (0,5)
2004	2,7 (-0,9)	-7,2 (0,0)	-5,1 (0,2)	-0,7 (-0,3)	0,0 (-0,6)
	GDP	Infláció ¹	Folyó fizetési mérleg ²	Államháztartás SNA elsődleges egyenleg ²	Államháztartás SNA elsődleges egyenleg változása ³
2001	0,5 (0,9)	0,1 (0,2)	-0,7 (-1,3)	-1,8 (-2,5)	-1,8 (-2,5)
2002	1,4 (0,1)	0,7 (0,5)	-2,0 (-1,2)	-6,1 (-3,0)	-4,3 (-0,5)
2003	0,0 (0,1)	1,3 (0,5)	-2,2 (-1,5)	-5,2 (-1,8)	0,9 (1,2)
2004	-0,4 (-0,5)	1,1 (0,5)	-2,3 (-1,2)	-3,0 (-0,9)	2,2 (0,9)

¹ Éves átlag² Szintek eltérése az alapesettől a GDP százalékában³ Változás a GDP százalékában**V-3. táblázat: Tények és a költségvetés hatása***

Tényleges / alappálya mentén	GDP növekedés	Infláció**	Folyó fizetési mérleg***	Államháztartás SNA elsődleges egyenlege ***
2001	3,7 / 3,2	9,2 / 9,1	-2,2 / -1,5	-0,6 / 1,2
2002	3,3 / 1,9	5,3 / 4,6	-5,6 / -3,6	-4,9 / 1,2

* Százalékos értékek. A „/” jel mögött az alappálya mentén várható érték, előtte a ténylegesen bekövetkezett található

** Éves átlag

*** GDP arányában

A GDP növekedését tekintve azonban 2003-ban a vállalati tőke-transzferek visszafogása és a nettó exportra gyakorolt negatív hatás miatt, 2004-ben pedig a feltételezett kereslet-szűkítés következtében a fiskális politika hozzájárulása zérussá illetve negatívvá válik.

Felfrissített elemzésünk megerősíti korábbi számításaink eredményeit, miszerint a költségvetési expanzió nagyjából a külső egyensúlyt rongja és viszonylag kisebb inflációs hatás számszerűsíthető. Ugyanakkor a 2001-2003-as expanzió méretéből, és annak az árupiacon megfigyelhető késleltetett hatásmechanizmusából következően 2003-2004-re már jelentős, 1-1 százalékpont feletti inflációs többlet adódik.

A kapott szimulációs eredményeinket a ténylegesen bekövetkezett makrogazdasági változókkal veti össze az alábbi táblázat. Jól látható, hogy értékelésünk szerint a semleges költségvetési politika mellett a 2002-es növekedés várhatóan igen alacsony, az infláció éves átlagban is 5% alatt lett volna. A folyó fizetési mérleg hiányának GDP arányában 5% fölé emelkedése – a lakosság nettó megtakarítói pozíciójának csökkenése mellett – jól magyarázható a fiskális keresletbővítéssel.

V. 2. Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?

Az árfolyam ingadozási sávjának 2001 májusában történt kiszélesítése óta a fogyasztói árindex 2002 végére havi szinten 6,0, negyedéves átlagokban 5,7 százalékpontot mérséklődött. Az alábbiakban megvizsgáljuk, mekkora lehetett a monetáris politika hozzájárulása az eltelt másfél év dezinflációjához.

Negyedéves adatokon végzett számításaink szerint a 2002 végéig bekövetkezett 5,7 százalékpontos dezinfláció 2,3–4,1 százalékpont közötti mértékben – azaz mintegy 40–70%-ban – tulajdonítható a monetáris politika hatásának. Természetesen ez csak a monetáris politika első, viszonylag közvetlen hatása; idővel – az ár- és bérvárakozások csökkenésével – az inflációs célkitűzéses rendszer egyre nagyobb mértékben járulhat hozzá a dezinflációhoz.

Az előző (V. 1.) alfejezetben a fiskális politika hatását vizsgáltuk. Kimutattuk, hogy a 2002. évi átlagos 5,3%-os fogyasztói árindex

dex értéke 0,7 százalékponttal lett volna alacsonyabb (4,7%), ha 2001-2002-ben a fiskális politika nem lazít az ismert mértékben, hanem marad a 2000. évihez hasonló pályán. A fiskális politika tehát ennyivel emelte a hazai inflációt az elmúlt évben. A monetáris politikának ezt is semlegesítenie kellett ahhoz, hogy a közösen kitűzött 2002-es inflációs célt elérje. Az alábbiakban megvizsgáljuk, hogy – a bekövetkezett fiskális lazítás ellenére – milyen mértékben járult hozzá a monetáris politika a dezinflációhoz.

A szokásosan követett fogyasztói árindexszel párhuzamosan a KSH maginflációs indexe is jelentős mértékben, mintegy 5,0 százalékpontot csökkent. Ez, minthogy a maginfláció nem tartalmazza a nagy volatilitású és a monetáris politika számára exogén tényezőket (például nyers élelmiszerek, hatósági árak, energia-tételek) önmagában már azt érzékelteti, hogy a dezinfláció a monetáris politika számára releváns körben is jelentős volt – miközben 2001-2002 során a fiskális politika expanzív volt, jelentős keresleti és költség sokkok érték a gazdaságot.

Egy kis, nyitott gazdaságban a monetáris politika az inflációt elsődlegesen az árfolyamon keresztül tudja befolyásolni. Az árfolyamhatáson belül azonban meg kell különböztetni egy rövid távú, direkt és egy hosszabb távú, indirekt hatást.

Az első hatás elsősorban az erősebb árfolyam miatt olcsóbbá váló importon keresztül jelentkezik, és jellemzően az iparcikkek, a benzin és bizonyos élelmiszerek árindexének csökkenésében figyelhető meg. Ez egy viszonylag rövidtávú folyamat, ami jellemzően az árfolyam-erősödést követő egy-másfél éves horizonton domináns.

A másodlagos hatások döntően a munka- és az árupiacokon jelentkeznek. Egyfelől, az erősödő árfolyam csökkenti a vállalatok munkakeresletét, és ezáltal a nominálbéreket, amely mind költségoldalán, mind az aggregált kereslet csökkenésén keresztül csökkenti az inflációt. Másfelől, a reálfelértékelődés és a magasabb reálberek miatti alacsonyabb kibocsátás következtében csökken az árás is. Mivel ezekben a folyamatokban a reálgazdaság alkalmazkodása a legfontosabb tényező, ezért ez a hatás csak két-három év után bontakozik ki.

A hosszú távú, tartós dezinfláció legfontosabb eleme ugyanakkor a nominális béralkalmazkodás. A dezinfláció reálköltségei – és ezzel együtt a fenti, kibocsátás csökkenésén keresztüli indirekt hatás – annál kisebb, minél gyorsabban alkalmazkodnak a nominális bérek az alacsonyabb inflációhoz.

Megállapíthatjuk tehát, hogy a monetáris politika hatásának számszerűsítését csak a nominális és reálfolyamatok kölcsönös egymásra-hatásának figyelembe vételével lehet elvégezni. Ezt az ún. *szimultaneitási* problémát viszont csak egy általános egyensúlyi keretekben „gondolkodó” modell segítségével lehet kezelni. Az MNB-ben jelenleg a NIGEM modellt használjuk ilyen típusú vizsgálatok elvégzéséhez.³¹

A modell segítségével elvégeztünk egy olyan szimulációt, aminek során azt vizsgáltuk, hogyan alakultak volna az árak, ha a sávszélesítés után az árfolyam a 2001 második és 2002 negyedik negyedéve közötti időszakban a 2001. első negyedévi átlagos árfolyamon (265,7 forint/euró) rögzített konstans szinten maradt volna. A szimuláció szerint a gyengébb árfolyam esetén a fogyasztói árindex 2002 negyedik negyedévében 2,3 százalékponttal lett volna nagyobb, tehát a végbement 5,7 százalékpont-

³¹ Lásd az V.1. fejezetbeli alkalmazást.

ny infláció-csökkenésnek valamivel több, mint negyven százaléka biztosan a monetáris politika hatására történt.

Természetesen egyetlen modell sem írhatja le tökéletesen a gazdaság működését, ezért a NIGEM eredményeinek értékelése során érdemes figyelembe venni néhány olyan tényezőt, amelyet a szimuláció során nem lehetett érvényesíteni.

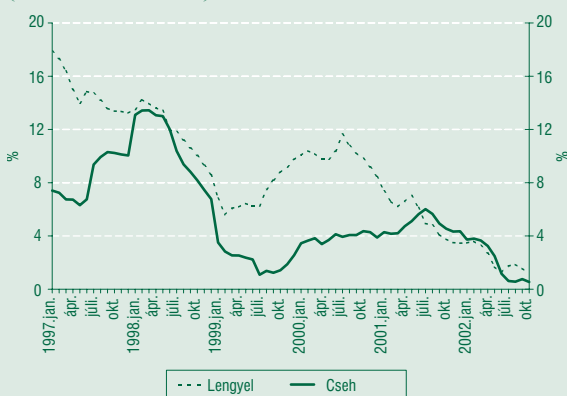
Ezek közül a legfontosabb minden bizonnyal az, hogy a sávszélesítés nyomán nem csak az árfolyam értékelődött fel, hanem megváltozott a piaci szereplők árazási magatartása is. Más szóval, a monetáris rezsimváltás nem egyszerűen erősebb árfolyamot, hanem eltérő gazdasági környezetet is jelent, amelyben az árfolyam-erősödés dezinflációs hatása jóval hosszabb időszak alatt jelentkezik. Azt is figyelembe kell venni, hogy a szimuláció során – óvatossági okokból – fix árfolyammal számoltunk, holott a csúszó leértékelés fennmaradása esetén az árfolyam fokozatosan gyengült volna. Mindezen tényezők együttesen arra mutatnak, hogy a monetáris politika dezinflációban játszott szerepére a NIGEM által adott negyven százaléka a valóságban inkább *alsó becslésként* értelmezendő.

A monetáris politika szerepére *felső becslést* kaphatunk akkor, ha összegyűjtjük azokat a főbb dezinflációs tényezőket, amelyek biztosan *nem* függenek össze a monetáris politika alakulásával. A vizsgált horizonton, azaz másfél éves időtávon meglátásunk szerint a forint árfolyam nem hat az üzemanyagáron belül a dollárban mért olajárakra, a dollár/euró árfolyamra, a feldolgozatlan élelmiszerek euróban mért áralakulására és az árszabályozási lépésekre, azaz a hatósági árakra és adókra. Külön ki kell emelni, hogy ebben a megközelítésben a benzin árindexét – mivel az 2002 októbere óta inflációt növelő tényező – nem vettük figyelembe.³²

Ilyen módon számítva a 2001 közepe óta megvalósult dezinflációból 1,6 százalékpontot okoztak ezek a monetáris politikától *biztosan* független tényezők. Ezt a teljes dezinflációból levonva azt kapjuk, hogy a monetáris politika hatása akár 4,1 százalékpont is lehetett, azaz a teljes dezinfláció közelítőleg 70%-a.

A 2001-2002-es időszak inflációs folyamatainak elemzésekor gyakran felmerül a regulációs körben „elhalasztott áremelések” kérdése. Nyilvánvaló, hogy ha meglepték volna ezeket az áremeléseket (például lakossági gázár emelése), akkor kisebb lett volna a 2001 közepe óta a tavalyi év végéig megvalósult dezinfláció. A monetáris politikának betudható részt, annak alsó vagy felső becslését azonban ezek a lépések nem érintették volna. Érdekességképp jelezzük tehát, hogy ha meglepték volna a szóban forgó intézkedéseket, az technikai értelemben *emelte* volna a – némileg szerényebb – dezinflációból a monetáris politika hozzájárulását.

V-1. ábra: Cseh és lengyel infláció
(éves növekedési ütem)



V. 3. Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?

2001-ben az árfolyamsáv $\pm 15\%$ -osra való kiszélesítésével és az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetésével a magyar monetáris politika keretei jelentősen mó-

³² Erről részletesebben ld. *A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról...* c. MNB kiadványban (vö. V.6. alfejezet).

dosultak. Ennek hatására a forint jelentősen felértékelődött, amellyel párhuzamosan az infláció is 5% körüli szintre csökkent. Tanulságos lehet megvizsgálni, hogy két régióbeli felzárkózó ország, Csehország és Lengyelország sikeresen végigvitt dezinflációjának időszakában hogyan alakultak a monetáris politika számára releváns termékek és szolgáltatások árai.³³ Megjegyezzük, hogy elemzésünkben elsősorban a fogyasztói árindex dezaggregált adataiból kinyerhető főbb stilizált tényeket vizsgáljuk.

Jelenleg mind Csehország, mind Lengyelország lebegteti valutáját, valamint inflációs célt követ.³⁴ Az árfolyamsávok kiszélesítése, illetve megszüntetése ezen országok nemzeti fizetőeszközeinek – a felzárkózó pozícióból adódó és hosszabb távon érvényesülő - felértékelődése előtt nyitotta meg a kaput. Az árfolyam erősödése először közvetlenül az import árak csökkenésén, majd a versenyképességre gyakorolt hatás miatt a kibocsátási aktivitás mérséklődésén keresztül valósulhatott meg. Ezzel kapcsolatban a cseh és lengyel tapasztalatok a következő tanulságokkal szolgálnak:³⁵

- Az árfolyam felértékelődése a legintenzívebben az iparcikkek, azon belül pedig különösen a tartós iparcikkek árára hatott. Utóbbiaknak nemcsak az árnövekedési üteme mérséklődött, hanem árszínvonaluk is tartósan csökkenhetett.
- Az árfolyam felértékelődési periódusaiban bekövetkező iparcikk dezinflációt a piaci szolgáltatások árnövekedési ütemének csökkenése követte.
- Tartós dezinfláció mellett megfigyelhető volt a bérek rugalmas alkalmazkodása is.

Az árfolyam változása közvetlenül és leggyorsabban az iparcikkek árára hatott. Lengyelországban ebben a jószágkörben az erőteljes áremelkedési ütemcsökkenés azután indult be, hogy az árfolyam 2000 áprilisától szabadon lebegett. Ekkortól mind a tartós, mind a nem tartós iparcikkek körében intenzívebbé vált a dezinfláció. Bár az előbbi körben átmenetileg megfigyelhető volt, Lengyelországban az iparcikkeknél nem alakult ki tartósan árszint csökkenés (defláció).

Csehországban az árfolyam felértékelődése már '98 elejétől, az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetésétől kezdve gyorsan begyűrűződött az iparcikkek árába. A trendszerű árfolyam-felértékelődéssel párhuzamosan – Lengyelországgal ellentétben – a tartós iparcikkek árszínvonala hosszú időn keresztül, folyamatosan csökkent. Sőt, Csehországban a teljes iparcikk kör árszintje is sokáig egyáltalán nem emelkedett, azaz zérus körüli inflációval volt jellemezhető.

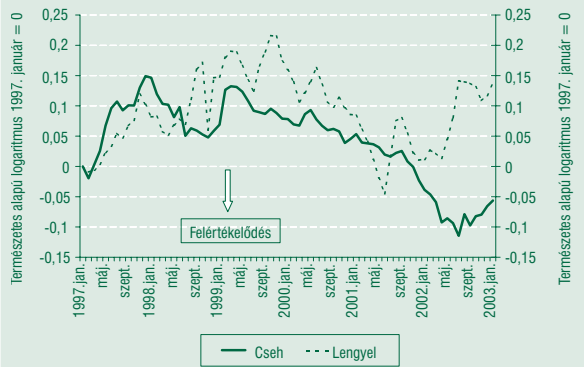
Mind Lengyelországban, mind Csehországban az iparcikk infláció mérséklődését követte a piaci szolgáltatások árnövekedésének csökkenése.

³³ A számításokat a cseh és lengyel jegybank segítségével végeztük el. Az elemzésünkben használt inflációs csoportok összevethetők az MNB által alkalmazott közgazdasági alapú csoportosítással.

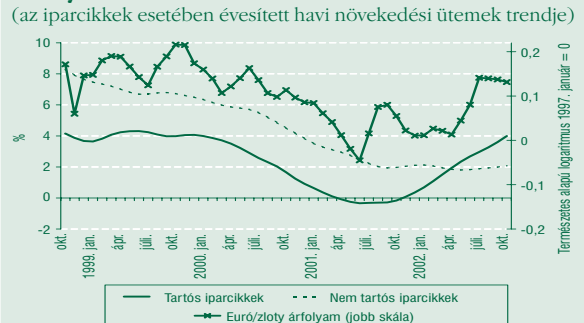
³⁴ Csehország 1996-ban szélesítette ki a korona lebegtetési sávját $\pm 0,5\%$ -ról $\pm 7,5\%$ -ra, majd 1997 májusában feladva a sávot, irányított lebegtetésre tért át. Az inflációs célkitűzés rendszerét 1998. január 1-jétől működtetik. Lengyelország a zloty lebegtetési sávját több ütemben szélesítette ki, 1998. október 28-tól már $\pm 12,5\%$ -ra. A $\pm 15\%$ -ra való kiszélesítés után mintegy egy évvel, 2000. április 12-én áttértek a zloty szabad lebegtetésére. Az inflációs célkitűzés rendszerét 1998 októberében vezették be.

³⁵ Ld. még Darvas (2001): „Exchange rate pass-through and real exchange rate in EU candidate countries”, Deutsche Bundesbank Discussion Papers 10/01 tanulmányát, amely némileg más szempontból és más módszerekkel, aggregált adatok, illetve ökonometriai becslések felhasználásával vizsgálódott a kérdésben.

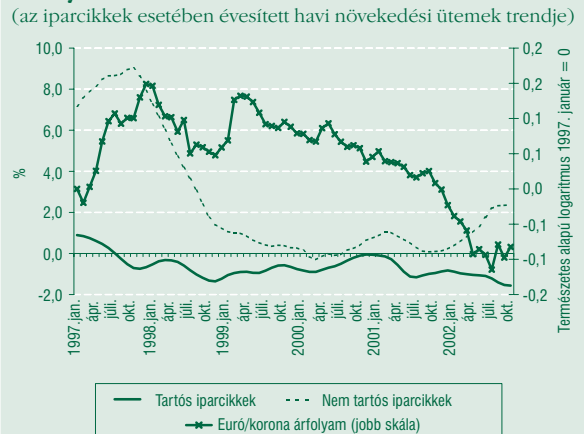
V-2. ábra: Cseh korona és lengyel zloty árfolyama az euróhoz (DEM-hez) képest



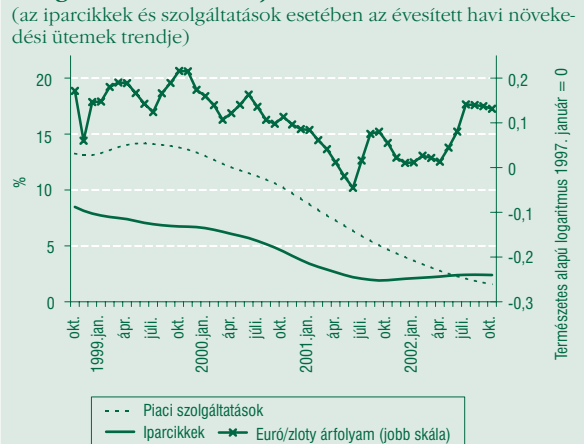
V-3. ábra: Lengyel iparcikk infláció és a zloty árfolyama
(az iparcikkek esetében évesített havi növekedési ütemek trendje)



V-4. ábra: Cseh iparcikk infláció és a korona árfolyama
(az iparcikkek esetében évesített havi növekedési ütemek trendje)

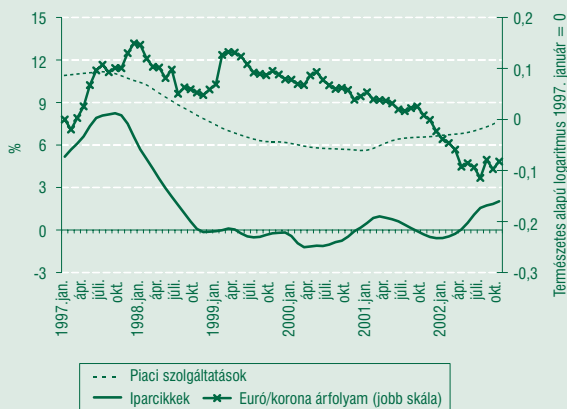


V-5. ábra: Lengyel iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja
(az iparcikkek és szolgáltatások esetében az évesített havi növekedési ütemek trendje)



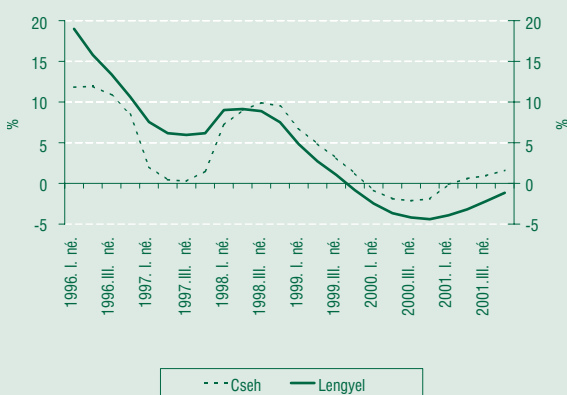
V-6. ábra: Cseh iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja

(az iparcikkek és a piaci szolgáltatások esetében az évesített havi növekedési ütemek trendje)



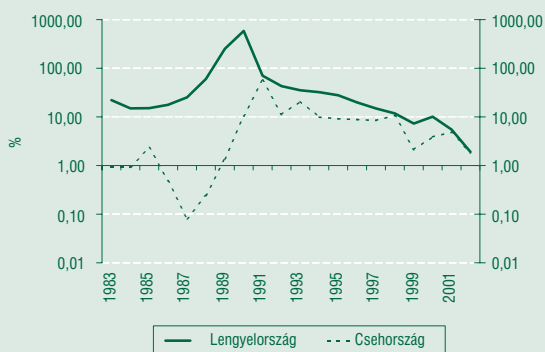
V-7. ábra: Cseh és lengyel feldolgozóipari fajlagos nominális munkaköltség

(éves növekedési ütem)*



*Forrás: NIGEM adatbázis

V-8. ábra: Csehország és Lengyelország inflációs történelme*



* Logaritmusos skála, forrás: IFS.

További tanulság, hogy a dezinfláció mellett az inflációs várakozások mérséklődésével párhuzamosan megfigyelhető a bérek alkalmazkodása is.

A két ország hasonló tapasztalatai mellett számos eltérés is megfigyelhető. Az árfolyam felértékelődésének begyűrűződése az iparcikkek árába Csehország esetében intenzívebb volt. Ez a különbség több tényezővel is magyarázható. Először is, minél volatilisabb az árfolyammozgás, annál gyengébb lehet a begyűrűződés. Másrészt maga az árfolyamrendszer is befolyással lehet az áralakulásra. Lengyelországban az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése után, a $\pm 15\%$ -os sáv adta kereteken belül az árfolyam többször is jelentősen, esetenként 10% -ot meghaladó mértékben felértékelődött. Ennek ellenére az iparcikkek körében az erőteljes áremelkedési ütemcsökkenés csak azután indult be, hogy az árfolyam 2000 áprilisától szabadon lebegett. A sávon belül elvileg kisebb lehet az árfolyam volatilitása, mint szabad lebegtetés esetén, ami felerősítheti a begyűrűződést. Ugyanakkor a szabad lebegtetés bevezetése felzárkózó országban a tartós felértékelődés előtt nyithat teret, ami az erős árfolyam tartósságára vonatkozó várakozásokat megerősítheti.

További különbség a két ország dezinflációs tapasztalata között, hogy a tartós árfolyam-felértékelődési periódusok kezdetén az iparcikkek és a piaci szolgáltatások árnövekedési ütemének eltérése, azaz az inflációs különbözet Csehországban növekedett, míg Lengyelországban stagnált. Ez összefüggésben van azzal a megfigyelésünkkel, hogy Lengyelországban mérsékeltebb volt az árfolyam begyűrűződése.

Érdekes tanulsággal szolgálhat az a lengyel tapasztalat is, hogy a hosszabb távon érvényesülő árfolyamfelértékelődés közben esetenként megfigyelhető rövid leértékelődési periódusok (2001 közepén és 2002 második felében) árhatása nem volt erősebb, mint a felértékelődésé.

Az összességében gyorsabb és tartósabb csehországi dezinfláció bizonyára magyarázható a két ország közötti inflációs történelem különbségével is. Jellemző, hogy Csehország volt a térség egyetlen állama, amely az I. világháború után elkerülte a hiperinflációt. A várakozásokat ennél valószínűleg erőteljesebben befolyásolta az elmúlt húsz év tapasztalata, amikor a cseh pénzromlásnak mind a legnagyobb üteme, mind az átlaga lényegesen alatta maradt a Lengyelországban megfigyeltnek.

V. 4. A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban

Eddigi *Jelentéseinkben* mindig hangsúlyoztuk, hogy a dezinflációs pályát jelentősen meghatározó reálgazdasági folyamatok igen érzékenyek a külső konjunktúrára. A 2000. év negyedik negyedében kibontakozó világgazdasági recesszióknak ennél fogva komoly szerepe volt a magyar feldolgozóipari termelés, a magánberuházások és az export lassulásában. Nem tagadható, hogy a forint 2001 májusától kezdődő jelentős felértékelődésének szintén visszafogó hatása volt ezen reálgazdasági változók növekedésére, de téves lenne az az értelmezés, mely a lassulást túlnyomó részben erre igyekszik visszavezetni. A konjunktúra hatásának jobb megvilágítása érdekében áttekintjük a

kisebb EU-gazdaságok, ahol a GMU-tagság miatt nominális árfolyam változás egyáltalán nem zavarja az értékelést, néhány kiemelt (feldolgozó)ipari változójának közelmúltbeli alakulását.

A kisebb EU-gazdaságok közül Finnországot, Írországot, Portugáliát és Spanyolországot vontuk be a vizsgálatba, mert ezek kis, nyitott periferiális gazdaságoknak minősíthetők az EU-n belül, amilyen a 2004-es csatlakozást követően Magyarország is lesz. Mind a négy ország a közös európai pénzt használja, így 2000 végétől, a világgazdasági recesszió kezdetétől, így főbb euróvezetbeli kereskedelmi partnereikkel szembeni árfolyam-változás nem befolyásolta fontosabb makrogazdasági változók alakulását.

Az üzleti ciklus leszálló ágba fordulásától számított fél éven belül az ipari termelés növekedése Portugália kivételével (ahol a feldolgozóipar mutatói az európai konjunktúra ellenére már korábban is romlóak voltak) mindegyik gazdaságban visszaesett: Finnországban és Spanyolországban jelentős, Írországban valamivel enyhébb mértékben. A feldolgozóipari foglalkoztatottság esetében hasonló a kép, bár Spanyolország esetében a csökkenés inkább 2001 második felében jelentkezett, így csak a 2002. második negyedévi adatban tükröződik. Az egy évvel azelőttihez képest mindenütt csökkent a magánberuházások növekedésének üteme, mértékében legjelentősebbnek azonban az export növekedési ütemének csökkenése bizonyult: legtöbb esetben 10% fölötti bővülési ütem csökkent stagnálás közeli (Portugália esetében negatívba), bár a hatás kibontakozásának idejében akadtak különbségek.

V-4. táblázat: Főbb változók alakulása kisebb EU-gazdaságokban és Magyarországon*

	Termelés			Foglalkoztatottság			Magánberuházások			Export		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Finnország	9,9	-2,2	5,0	2,2	-0,5	-0,7	5,1	4,1	-0,9	26,0	-0,8	0,9
Írország	20,8	12,1	11,7	5,4	0,5	-4,0	4,5	-0,1	3,0	17,0	11,7	-0,1
Portugália	-1,7	5,5	0,2	-2,6	-3,7	-4,3	8,7	-3,6	0,0	2,4	9,2	-11,4
Spanyolország	5,7	-1,2	-0,9	4,1	4,3	1,5	7,8	3,8	0,7	11,6	3,2	0,1
Magyarország	23,7	6,2	2,8	2,5	-0,1	-2,2	2,5	2,1	-2,9	23,3	11,6	6,3

* A növekedési ütemek tárgyév második negyedéve az előző év második negyedévéhez képest értendők.

Termelés: ipari termelés, kivéve Magyarország, ahol feldolgozóipari termelés.

Foglalkoztatottság: feldolgozóipari foglalkoztatottság, kivéve Finnország, ahol teljes ipari.

Magánberuházások: Magyarország esetében lakossági beruházások nélkül.

Export: áruelexport volumene.

Adatok forrása: OECD Main Economic Indicators, NiGEM adatbázis, Magyar Nemzeti Bank.

Általánosságban tehát úgy tűnik, hogy a (feldolgozó)ipar mindenhol élénken reagált a világgazdasági recesszióra, és a fent vizsgált változók mindegyikében akadt egy-egy ország, amelyben a növekedési ütem csökkenése meglehetősen jelentős volt.

Magyarország vonatkozásában megfigyelhető, hogy az irányultság megegyezik a többi ország mutatóinak változásával. Talán a feldolgozóipari termelés növekedési ütemében bekövetkezett visszaesés mértéke haladja meg az ebben az országkörben átlagosnak mondhatót, míg a foglalkoztatottság és a magánberuházások visszaesésének mértéke nem kirívó. A magyar kivétel növekedési ütemének csökkenése kétségtelenül magas, amiben természetesen a forint felértékelődésének is volt hatása, látható azonban, hogy a saját valutája felértékelődésétől mentes finn, ír és portugál gazdaság exportja hasonló nagyságú megtorpanást szenvedett el.

A kis, nyitott EU-tagországok feldolgozóiparának a magyarához nagyjából hasonló reagálása arra utal, hogy a növekedési ütemek csökkenése a magyar változók esetében túlnyomó részben nem a forint felértékelődéséből fakad.

V. 5. Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?

Az MNB 2001 júniusában hirdette meg inflációs célkitűzéses rendszerét, benne a Kormánnyal közösen megállapított, 2002 decemberére rögzített $4,5 \pm 1$ százalékos céllal. Ez a piacon és a szakmában vegyes fogadtatásra talált, annak megvalósíthatóságában eleinte kevesen hittek.

A következőkben a rendszeresen készített Reuters-felmérés illetve az MNB *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadványai alapján megvizsgáljuk, hogyan változott az elemzők, illetve az MNB 2002 végére vonatkozó inflációs előrejelzése.³⁶ Vizsgáljuk továbbá az elemzők csoportján belül az eltérő szakmai háttérrel és előrejelzési „viselkedéssel” jellemezhető ún. „piaci” és „kutatói” alcsoportok 2002. decemberre vonatkozó prognózisainak alakulását.³⁷

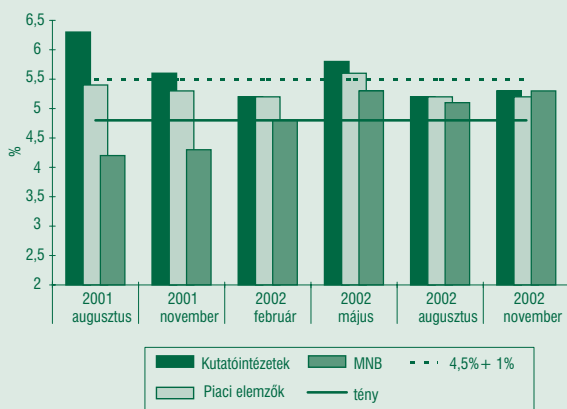
Egy kitérő: az elemzői és az MNB előrejelzések összehasonlítását bonyolítja, hogy az MNB előrejelzései – a jegybank szerepköréből adódóan – kötött feltételrendszeren alapulnak (például változatlan monetáris és fiskális politika, rögzített árfolyam- és olajár feltevéseken), amelyek miatt azok nem tekinthetők a legteljesebb információs halmazt felhasználó, legjobb előrejelzésnek.

2001 augusztusában, az első, inflációs előrejelzést is tartalmazó MNB *Jelentés* kiadása után felmért elemzői prognózisok egyértelműen tükrözték a 2002 végi inflációs célnak tulajdonítható hitelesség hiányát: az elemzők 2002 év decemberére az inflációt az inflációs célsáv felső értéke közelében, illetve azt meghaladóan várták. Ezen belül azonban kiugró a kutatói csoport inflációs előrejelzése, amely közel 1 százalékponttal haladta meg a piaci elemzőkét.

2001 folyamán az elemzők lefelé korrigálták várakozásaikat és 2002 elejétől kezdve az elemzői és az MNB előrejelzések közelebb kerültek. Az MNB folyamatosan emelte, míg a piac legtöbbször csökkentette előrejelzését. Ez alól egyedül 2002. májusa jelentett kivételt, amikor mind a piaci elemzők, mind a kutatók is emelték inflációs előrejelzésüket.

A 2002. végi cél hitelessége folyamatosan emelkedett az elemzők körében. Ezen belül a piac hamarabb, a kutatók csak később fogadták el a kitűzött inflációs cél várható teljesülését. Megfigyelhető volt a kutatói csoport inflációs előrejelzésének a piacihoz képest némileg aszimmetrikus és szélsőségesebb ingadozása is: az előbbi csoport átlaga magasabb szintről (2001. augusztus) indulva 2002 elején ugyanolyan alacsonyra ereszkedett, mint az utóbbi, majd emelkedéskor (2002. május) ismét magasabbra ugrott.

V-9. ábra: 2002 decemberére vonatkozó inflációs prognózisok *



* MNB: a negyedévente kiadott „Jelentés az infláció alakulásáról” c. kiadvány, az elemzők (piac és kutatók) az adott hónap Reuters-felmérése alapján. A dátumok a Jelentés megjelenési hónapjait jelölik.

³⁶ A témában ld. még Krekó Judit – Vonnák Balázs: Makroelemzők inflációs várakozásai Magyarországon (2003. január) MNB Hátértanulmányok 2003/1.

³⁷ Az elemzőkön belül megkülönböztetett ún. „kutatói” csoport a Reuters-felmérésekben több-kevesebb rendszerességgel részt vevő GKI, KOPINT, Pénzügykutató és Ecostat intézményekből áll. A „piaci” csoport a többi, jellemzően pénzügyi szektorbeli elemzőből áll.

Végül a KSH által 2002. decemberére közölt tényleges fogyasztói árindex értéke 4,8 százalék lett. Ezzel az MNB és a Kormány 2001 közepén kitűzött 2002. decemberi $4,5 \pm 1$ százalékos inflációs célja – annak centrumához közel – teljesült.

V. 6. „Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról

Mint arról már *Jelentésünkben* is beszámoltunk, a forint árfolyamsávjának 2001. májusi kiszélesítése, és az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése óta az infláció üteme 10,8%-ról 4,8%-ra csökkent. A dezinfláció azonban, legalábbis rövidebb távon, együtt járt a forint reálfelértékelődésével, amelynek pozitív illetve negatív következményei is lehetnek bizonyos makrogazdasági folyamatokra.

Jelentéseinkben mindig igyekszünk átfogóan elemezni a gazdaság inflációs és reálgazdasági folyamatait befolyásoló tényezőket. Ezek az elemzések azonban – a *Jelentés* műfajából adódóan – nem tudtak választ adni olyan stratégiai jellegű kérdésekre, mint például, hogy szükség van-e az infláció további csökkentésére, vagy, hogy hogyan értelmezzük Magyarországon az árstabilitás fogalmát. Ide tartozik ezen kívül az is, hogy mit tehet a monetáris hatóság a hosszú távú növekedésért, vagy hogy hogyan alkalmazkodhatnak a vállalatok a megváltozott helyzethez. E kérdések sorában említhetjük még azt is, hogy vajon összhangban van-e a monetáris és a fiskális politika.

A „hiány” pótlása érdekében egy – jelenleg csak magyarul olvasható, az MNB honlapjáról letölthető – kiadványban Járai Zsigmond, a Magyar Nemzeti Bank elnöke ad választ tíz – a monetáris politika kapcsán – „gyakran feltett kérdésre”.

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 közszolgálati körben az 1999-re áthúzódó tavalyi nem rendszeres kifizetések egy lehetséges korrekciója	39
Miért tér el a vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg?	44

1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztói árindex: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?	18
A tranzakciós 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 euróövezetbe vett inflációs konvergenciát?	14
Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

2001. november

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</i> az infláció alakulásáról 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 maastrichti inflációs követelmények? 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

2003. február

A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
1. A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
2. Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
3. Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
4. A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
5. Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
6. „Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról ...	53

