

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2003. AUGUSZTUS**

**Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya**

**Vezető: Hamecz István ügyvezető igazgató**

**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**

**Felelős kiadó: Antalffy Krisztina**

**1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.**

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

**ISSN 1419-2926**

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

*A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. 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

<b>A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA</b>	7
<b>ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA</b>	10
<b>AZ MNB ELŐREJELZÉSE ÖSSZEVETVE MÁS PROGNÓZISOKKAL</b>	11
<b>I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK</b>	13
<b>I. 1. A MÚLTBELI INFLÁCIÓ ALAKULÁSA ÉS ELŐREJELZÉSÜNK</b>	15
<b>I. 2. A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE</b>	17
I. 2.1. Rövid távú előrejelzés	18
I. 2.2. Hosszú távú előrejelzés	18
<b>I. 3. AZ ALAP-ELŐREJELZÉST ÖVEZŐ BIZONYTALANSÁG</b>	23
<b>II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA</b>	25
<b>II. 1. KERESLET</b>	27
II. 1.1. A külső kereslet alakulása	29
II. 1.2. Az államháztartás keresleti hatása	29
II. 1.3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás	34
II. 1.4. Vállalati beruházás	36
II. 1.5. Készletberuházás	37
II. 1.6. Külkereskedelem	38
II. 1.7. Külső egyensúly	39
<b>II. 2. TERMELÉS</b>	41
<b>III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG</b>	43
<b>III. 1. A MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA</b>	47
<b>III. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZÜKÖSSÉG</b>	49
<b>III. 3. BÉRINFLÁCIÓ</b>	51
<b>III. 4. FAJLAGOS MUNKAERŐKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG</b>	53

<b>IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK</b>	57
IV. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET	59
IV. 2. RÖVID KAMATOK ÉS ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	61
IV. 3. TŐKEÁRAMLÁSOK	64
IV. 4. HOSSZÚ HOZAMOK ÉS INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK	66
<b>V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK</b>	69
V. 1. MILYEN INFLÁCIÓS HATÁSA LEHET AZ INDIREKT ADÓK MEGHIRDETETT VÁLTOZÁSAINAK?	71
V. 2. A SZABÁLYALAPÚ FISKÁLIS ELŐREJELZÉS ELVEI	76
V. 3. KIBOCSÁTÁSIRÉS-BECSLÉSEK MAGYARORSZÁGRA	78

## A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA

A Monetáris Tanács 2003. augusztus 18-ai ülésén megvitatta és publikálásra jóváhagyta a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványt. A Tanács a következőképpen értékeli az inflációs folyamatok alakulását.

### A jegybank támogatja a kormány törekvését az euró 2008-as bevezetésére

A kormány 2008. január elsejét jelölte ki az euró bevezetésének céldátumaként, és bejelentette, hogy az EU-csatlakozás után rövid időn belül kérvényezni fogja Magyarország felvételét az Európai Árfolyam-mechanizmusba (ERM-II). Az euró bevezetésének feltétele egy, a gazdaság helyzetének reális értékelésén alapuló szigorú konvergenciaprogram következetes végrehajtása. Az eltérés a programtól nemkívánatos piaci reakciókat és az alkalmazkodás költségeinek növekedését eredményezheti. A jegybank támogatja a kormány célkitűzését, a monetáris politika a gazdasági és pénzügyi integráció elősegítésére és az euró bevezetése előfeltételét jelentő kritériumok teljesítésére törekszik.

### Az ERM-II-höz való csatlakozás befolyásolja a monetáris politika mozgásterét a belépést megelőző és az azt követő időszakban

Az euró bevezetésére való felkészülés több szempontból is érinti a monetáris politika vitelét. A csatlakozáskor az ERM-II árfolyamrendszerhez egy új árfolyamsáv kerül kijelölésre, amelynek szélessége a jelenlegivel megegyező,  $\pm 15\%$  lesz. A középárfolyam az EU-tagországok pénzügyminisztereivel és jegybanki vezetőivel folytatott tárgyalásokon kerül meghatározásra. A sikeres konvergencia szempontjából döntő fontosságú az árstabilitást és a versenyképességet egyaránt támogató, fenntartható középárfolyam kijelölése. Ezért az ERM-II-be belépést megelőző időszakban célszerű elkerülni a túlságosan alul- vagy felülértékelt árfolyam kialakulását. A kormány Középtávú Gazdaságpolitikai Programjában bemutatott gazdasági pálya teljesülése esetén a Monetáris Tanács a 250-260 Ft/euró körüli árfolyamszintet tekinti egyensúlyhoz közelinek, amely az árstabilitás veszélyeztetése nélkül biztosíthatja a gazdaság tartós gyors növekedését.

### Az euró bevezetése gyors dezinflációt feltételez

A 2008-as céldátum azt feltételezi, hogy a 2006 márciusa és 2007 márciusa közötti referencia-időszakban az infláció legfeljebb másfél százalékponttal haladhatja meg a három legalacsonyabb inflációjú EU-tagország átlagát. Ez várhatóan 2,5-3% közötti inflációs szint elérését teszi szükségessé. A referencia-időszakra elérendő inflációs cél teljesítése csak következetes költségvetési, ár- és jövedelempolitika esetén lehet sikeres.

### A monetáris politika továbbra is az inflációs célkövetés szabályait követi

A jegybank a mindenkori árfolyamsáv szabta keretek között, az inflációs célkövetés rendszerét megőrizve támogatja a kormány dezinflációs politikáját. Az ERM-II-be belépést megelőzően, majd az ERM-II keretei között eltöltött időszakban a gazdaságpolitika sikerességének fontos, a külföldi partnerek által is folyamatosan nyomon követett mutatója lesz az árfolyam stabilitása. Hatékony gazdaságpolitikai koordináció esetén az ár- és árfolyam-stabilitás követelménye nem kerül egymással ellentétbe. Az árfolyam stabilitása azonban nem közvetlen célja, hanem eredménye lehet az árstabilitás elérésére törekvő monetáris politikának.

### 2003 első felében alacsony infláció

2003 első felében a fogyasztói árindex éves növekedési üteme 20 éves mélypontra süllyedt. Az elmúlt hónapokban azonban emelkedni kezdett a maginfláció, és a bérnövekedés üteme is lassabban mérséklődött, mint korábban várható volt. A Monetáris Tanács megítélése szerint e folyamatok elsősorban a fogyasztás túlzott növekedésével, a termelékenységtől elszakadó bérnövekedéssel és az egyes területeken fennmaradt szűkös munkaerő-piaci helyzettel állnak összefüggésben, de hozzájárult az árfolyam nem kívánt gyengülése is.

### A szokásosnál nagyobb az inflációs kilátások bizonytalansága

Az inflációt alakító folyamatok várható alakulása tekintetében a szokásosnál is nagyobb a bizonytalanság. Ez abból adódik, hogy a kormány által július 16-án bejelentett intézkedések még nincsenek véglegesen elfogadva. További bizonytalanságot okoz, hogy nehezen látható előre a gazdaság szereplőinek várható reakciója a ter-

vezett intézkedésekre. Az augusztus 18-án publikált Inflációs jelentésben készített előrejelzéseink arra a feltételezésre épülnek, hogy a bejelentett kormányzati intézkedések változatlan formában kerülnek elfogadásra a költségvetésben.

**A tervezett költségvetési intézkedések az infláció átmeneti növekedését eredményezik**

A költségvetési konszolidáció elkerülhetetlen a makrogazdasági egyensúly megőrzéséhez. A most bejelentett intézkedések eltérnek az MNB által korábban várt fiskális pályától, mivel elsősorban a bevételek növelésén keresztül mérséklik a költségvetés hiányát.

A jövő évi költségvetéssel kapcsolatos intézkedések több csatornán keresztül érintik az árnövekedés ütemének alakulását. 2004-ben a legjelentősebb hatásuk az áfa-rendszerbeli és a kapcsolódó jövedékiadó-intézkedéseknek lesz. Az áfa változatlan adóalapot feltételező közvetlen árszintnövelő hatása 1 százalékpont, de a nemzetközi tapasztalatok alapján további, kb. 0,4 százalékpontos árnövekedésre is számíthatunk.

Az elmúlt két évben az infláció mérséklődését jelentősen fékezte a belföldi kereslet nem fenntartható ütemű bővülése. A túlkereslet fiskális eszközökkel történő tervezett visszafogása korlátozhatja az egyszeri adóintézkedések tovagyűrűző inflációs hatásait. A fiskális kiigazítás következtében a belföldi kereslet lassabb növekedése az év második felében dezinflációs hatású lehet.

**Fő kockázat az inflációs várakozások és a bérek emelkedése...**

A Monetáris Tanács a tervezett intézkedésekkel kapcsolatos kockázatok közül a legfontosabbnak azt tartja, hogy az egyszeri árnövelő intézkedések az inflációs várakozások emelkedését eredményezhetik, és magasabb bérpálya alakulhat ki a gazdaságban.

A költségvetéstől független inflációs kockázatot hordozó tényezők közül kiemelendő, hogy a forint árfolyama az elmúlt időszakban tartósan gyengébb volt annál a szintnél, mint amit a Monetáris Tanács a dezinflációt támogató monetáris kondíciók kialakításához optimálisnak tart. A jegybank az irányadó kamatok emelésével növelte a forintbefektetések vonzerejét, és demonstrálta a befektetők számára, hogy a jövőben is az inflációs célokat támogató, kiszámítható árfolyam-alakulásra törekszik. Ezen intézkedések hatására a devizapiacra megindult a lassú konszolidáció és a forint árfolyamának fokozatos erősödése.

**Emelkedő inflációs prognózis**

A technikai szabály szerinti 264 Ft/eurós júliusi átlagos árfolyamon alapuló feltételes előrejelzés az infláció emelkedését mutatja 2004 közepéig, majd a jövő év második felében várhatóan már csökken a fogyasztói árak növekedési üteme. Ez alapján 2003 végére 5,2%-on, 2004 végén 5,8% körül alakulna az árnövekedés üteme. Az egyszeri hatásoktól megtisztított inflációs mutató a jövő év végén 4,4-4,8% körül alakulhat. 2005-ben az infláció lényeges csökkenésére van szükség. Az adóintézkedések egyszeri hatása várhatóan kiesik az árindexből, de a dezinfláció folytatódásához arra is szükség van, hogy az átmeneti intézkedések ne okozzák az inflációs várakozások emelkedését, és a belföldi kereslet továbbra is mérsékelt ütemben emelkedjen.

**Az inflációs kritérium teljesítéséhez 250-260 Ft/euró közötti árfolyam szükséges**

A jelenlegi bizonytalan, az inflációt növelő és csökkentő tényezőkkel egyszerre jellemezhető helyzetben a monetáris politika alapelve az, hogy a hosszú távú, a maastrichti kritérium teljesítéséhez szükséges dezinflációs pálya megvalósítását biztosítsa. Az adó- és regulált árintézkedések rövid távú árszínvonal-növelő hatásának monetáris eszközökkel történő teljes ellensúlyozása túlzott reálgazdasági költségekkel járna. Ugyanakkor nem engedhető meg, hogy az egyszeri hatásoktól megtisztított, a hosszabb távú inflációs tendenciákat tükröző mutatók értéke is emelkedjen.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt hétre jellemző 260 Ft/euró árfolyamszint is túl nagy teret enged az inflációs kockázati tényezők érvényre jutásához. A rövid távú inflációs kockázatok mérséklése és a maastrichti inflációs kritérium



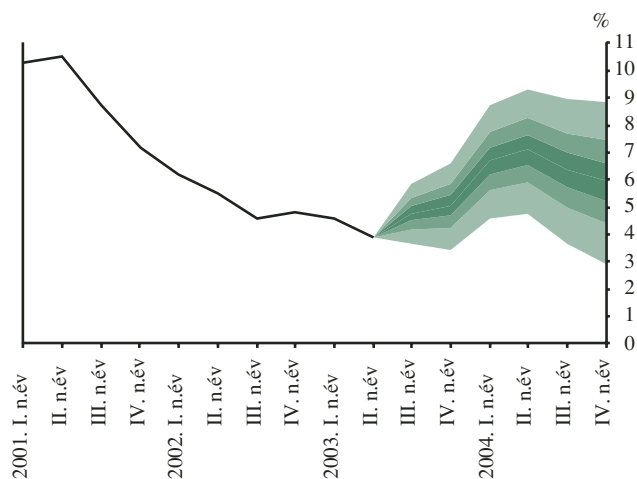
2006–2007-ben történő teljesítése érdekében a 250-260 Ft/eurós sáv erős felében stabilizálódó árfolyamot tart szükségesnek.

Az inflációs kockázatok miatt a jegybank addig nem lát lehetőséget kamatsökkentésre, amíg az árfolyam tartósan nem stabilizálódik a 250-260 Ft/eurós sáv erős felében. Tartósan gyengébb árfolyamszint fennmaradása az irányadó kamatszint további emelését teheti szükségessé, hogy a 2004. év végi infláció 5,5% alatt maradjon.

Budapest, 2003. augusztus 18.

MAGYAR NEMZETI BANK  
MONETÁRIS TANÁCS

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



\* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar.

## Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

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

	2001	2002	2003		2004		
	Tény		Előrejelzés				
			Májusi Jelentésben	Új*	Májusi Jelentésben	Új*	
<b>Fogyasztói árindex</b>							
							„nettó” <sup>1</sup>
December	6,8	4,8	4,6	5,2	3,9	5,8	4,8
Éves átlag	9,2	5,3	4,5	4,6	4,1	6,5	5,5
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Külső kereslet	1,6	-0,8	3,7	3,1 - 3,9 - 4,3	4,6	3,0 - 4,6 - 6,3	
Feldolgozóipari hozzáadott érték	2,5	0,7 <sup>2</sup>	3,3	1,4 - 2,3 - 3,0	4,4	3,6 - 5,3 - 6,7	
Lakossági fogyasztás <sup>3</sup>	5,7	10,2	6,6	6,3 - 7,6 - 8,4	5,0	0,0 - 1,0 - 3,5	
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	5,8	4,0	2,5 - 4,3 - 5,0	4,3	2,0 - 4,1 - 6,0	
Belföldi felhasználás	1,9	5,1	4,9	5,0 - 5,7 - 6,4	4,3	1,0 - 1,8 - 3,5	
Export	8,8	3,8	3,4	2,5 - 4,0 - 5,5	6,7	5,0 - 7,5 - 10,0	
Import	6,1	6,1	5,3	5,5 - 7,1 - 9,0	7,4	4,0 - 6,0 - 9,0	
GDP	3,8	3,3	3,4	3,0 - 3,2 - 3,4	3,6	2,4 - 2,7 - 3,6	
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>							
A GDP százalékában	3,4	4,0	5,1	5,3 - 5,8 - 6,2	5,1	4,8 - 5,2 - 5,8	
Milliárd euróban	2,0	2,8	3,9	3,9 - 4,2 - 4,4	4,2	3,7 - 4,0 - 4,5	
<b>Államháztartás</b>							
Keresleti hatás	1,8	4,3	(-0,5)	0,0 - (-0,5) - (-0,9)	(-1,3)	(+0,3) - (-1,0) - (-1,9)	
<b>Munkapiac (versenyszféra)<sup>4</sup></b>							
Bérinfláció	14,6	12,8	8,8	9,1 - 9,3 - 9,7	6,5	7,5 - 8,1 - 10,6	
Foglalkoztatottság	1,1	(-0,2)	(-0,4)	(-0,3) - 0,0 - 0,2	(-0,2)	(-0,6) - 0,4 - 1,0	
<b>Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam<sup>5</sup></b>							
Éves átlag	7,9	11,3	1,0	(-1,0) - (-0,5) - (0,1)	(-1,7)	(-3,0) - (-2,6) - (-1,6)	
IV. n.év	12,9	9,8	(-3,3)	(-7,5) - (-7,1) - (-6,4)	(-0,7)	(-0,1) - 0,3 - (1,3)	

\* Az előrejelzés centruma a vastaggal jelölt középső érték, mellette balra és jobbra az előrejelzés alsó és felső határa, amelyek közé 60 százalékos valószínűséggel eshet az adott változó értéke.

<sup>1</sup> Az áfarendszer és a kapcsolódó jövedéki adók 2004-re meghatározott változásainak közvetlen, technikai hatásától megtisztított fogyasztói árindex.

<sup>2</sup> 2002-re korrigált idősor.

<sup>3</sup> Fogyasztási kiadás.

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

<sup>5</sup> A pozitív érték felértékelődést jelent.

## Az MNB előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2003	2004
<b>Fogyasztói árindex (december/előző év december, százalék)</b>		
<b>MNB<sup>1</sup></b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>
Reuters-felmérés (2003. július)	5,0	4,7
<b>Fogyasztói árindex (éves átlagos növekedés, százalék)</b>		
<b>MNB<sup>1</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>
Consensus Economics (2003. július) <sup>2</sup>	4,7	4,4
Európai Bizottság (2003. április)	5,0	4,5
IMF (2003. április)	5,3	4,8
OECD (2003. április)	5,2	4,6
Reuters-felmérés (2003. július)	4,7	5,1
<b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>		
<b>MNB<sup>1</sup></b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>
Consensus Economics (2003. július) <sup>2</sup>	3,0	3,5
The Economist felmérése (2003. augusztus) <sup>3</sup>	2,9	3,3
Európai Bizottság (2003. április)	3,7	4,1
IMF (2003. április)	3,6	3,9
OECD (2003. április)	3,1	3,7
Reuters (2003. július)	3,2	3,6
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>		
<b>MNB<sup>1</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
Consensus Economics (2003. július) <sup>2</sup>	3,8	3,8
Reuters-felmérés (2003. július)	3,8	3,8
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>		
<b>MNB<sup>1</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>
The Economist felmérése (2003. augusztus) <sup>3</sup>	5,4	5,0
Európai Bizottság (2003. április)	4,4	3,5
IMF (2003. április)	4,8	4,6
OECD (2003. április)	4,5	3,8

<sup>1</sup> Az MNB előrejelzései feltételesek. Ez azt jelenti, hogy bizonyos gazdaságpolitikai változókra (forintárfolyam, kamat, fiskális politika) és külső tényezőkre (dollárárfolyam, olajár) nem feltétlenül a legvalószínűbb esetet vesszük alapul. Az előrejelzés a Monetáris Tanáccsal közösen kialakított szabályok alapján készül. Így az MNB előrejelzései nem mindig hasonlíthatók össze közvetlenül másokéval.

<sup>2</sup> A Consensus Economics Inc. (London), „Eastern Europe Consensus Forecasts” felmérése alapján. A fizetésimérleg-előrejelzést a felmérés dollárban adja meg, ezt 2002. év végi euró/dollár keresztárfolyammal számítottuk át.

<sup>3</sup> A „The Economist” c. brit gazdasági hetilap 2003. augusztus 2-án közölt nemzetközi elemzői felmérése.



# I. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK



## I. 1. A MÚLTBELI INFLÁCIÓ ALAKULÁSA ÉS ELŐREJELZÉSÜNK

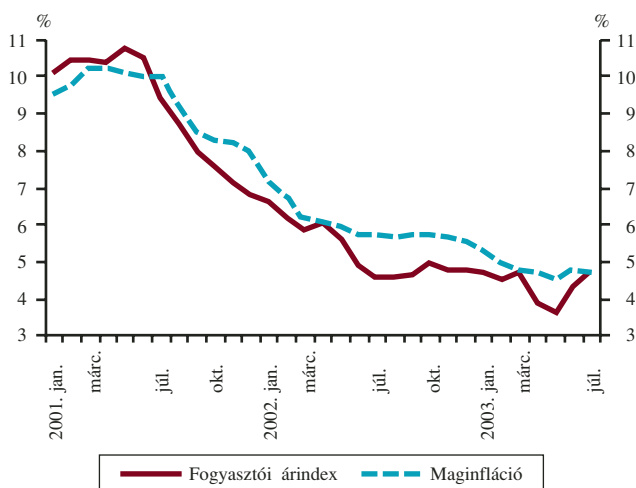
2003 második negyedében a fogyasztói árindex – az előző év azonos időszakához képest – 3,9% volt, azaz 0,7 százalékponttal mérséklődött az első negyedévhez viszonyítva. A maginfláció – ennél kisebb mértékű, 0,3 százalékpontos csökkenés után – 4,7%-ot tett ki.<sup>1</sup>

Amint azt a májusi *Jelentésben* előre jeleztük, a dezinflációs folyamat a negyedév során megtört, az infláció újra nőtt. A magasabb júniusi árindexet – korábbi várakozásainkkal ellentétben – jellemzően a monetáris politika szempontjából endogén tételek inflációjának gyorsulása eredményezte. Amint azt a rövid bázisú indexek mutatják, a maginfláció üteme folyamatosan emelkedik. Így elmondható, hogy 2003 első negyedében a hosszabb távú inflációs folyamatok megítélése szempontjából fontos tételeknél bekövetkezett jelentős dezinfláció csak átmeneti volt.

I-1. ábra

### A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása

(előző év azonos időszakához képest)



A fogyasztói árindex 2003 második negyedéves 3,9 százalékos értéke mintegy 0,3 százalékponttal elmarad a májusi *Jelentésben* általunk prognosztizálttól, a maginfláció pedig gyakorlatilag megegyezett akkori előrejelzésünkkel.

A második negyedéves fogyasztói árindex és a májusi prognózisunk eltéréseinek az egyik oka, hogy várakozásunkkal ellentétben a feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan kiigazított árai nem nőttek, hanem csökkentek a negyedév során. Másrészt a szabályozott árú javak inflációja is elmaradt előrejelzésunktől, mivel a május közepi gázáremelés lényegében nem jelent meg a második negyedévi fogyasztói inflációban.

A maginfláció a negyedév egészét tekintve megegyezett az általunk várttal, de havi dinamikája némileg eltért attól. A májusi *Jelentésben* kifejtettük nagyfokú bizony-

I-1. táblázat

### A májusi előrejelzés és a tények összevetése

	Súly (%)	Tény	Májusi előrejelzés	Abszolút eltérés	Eltérések hatása a fogyasztói árindexre*
				Előző év azonos időszakához képest, százalék	Százalékpont
Becsült maginfláció	68,1	4,5	4,6	0,04	0,02
Feldolgozatlan élelmiszer	6,3	-2,3	0,7	2,99	0,19
Járműüzemanyag és piaci energia	6,2	3,7	3,4	-0,27	-0,02
Szabályozott árak	19,4	3,9	4,5	0,67	0,13
<b>Fogyasztói árindex</b>	<b>100,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>0,33</b>	<b>0,33</b>

\* Kerekítés miatt a részek nem adják ki pontosan az összeget.

talanságunkat az első negyedévben bekövetkezett dezinfláció tartósságát illetően, mivel a termékpiacon megfigyelhető, a korábbiaknál alacsonyabb inflációs környezethez alkalmazkodó árazási magatartás nem állt összhangban a versenyszféra továbbra is stagnáló bér-

<sup>1</sup> Elemzésünk lezárása után érkezett be a fogyasztói árindex 2003. július hónapra vonatkozó adata. A 4,7%-os fogyasztói árindex, illetve ugyanakkora maginflációs érték részben a második negyedévben már látott tendenciák folytatódását mutatja, részben új fejleményeket. A maginfláció havi üteme továbbra is magas, azonban a második negyedévben tapasztalt folyamatos gyorsulás júliusban megtört. Megugrott ugyanakkor az iparcikkek havi inflációja, ami valószínűsíthetően a gyenge júniusi forintárfolyam korai következménye.

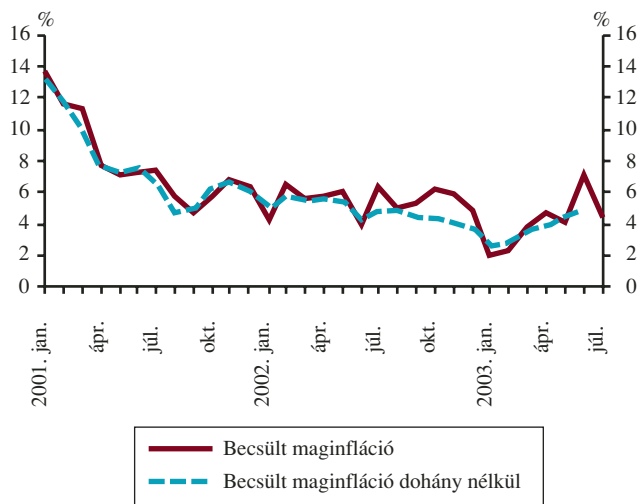
inflációjával. Kérdéses volt, hogy az árazási vagy a bérezési magatartás korrigálódik-e.

A második negyedéves adatok azt mutatják, az árak alakulása bizonyult átmenetinek és az árazásbeli korrekció erőteljesebb lehet a vártnál. A szezonálisan igazított havi maginfláció február óta folyamatosan gyorsul, és júniusban magasabb volt, mint a 2001. májusi árfolyam-sáv-szélesítés óta bármikor.

Ugyanakkor meg kell említeni, hogy az elmúlt negyedévi gyorsulást részben a – módszertanilag a maginfláció részét képező – dohány áprilisi jövedékiadó-emelése okozta. A dohány nélkül számított rövid bázisú maginfláció is növekedést mutat február óta, de mértéke – különösen júniusban – elmarad a teljes maginflációétól.

I-2. ábra

**A becsült és a dohány nélküli becsült maginfláció alakulása** (évesített havi változás)

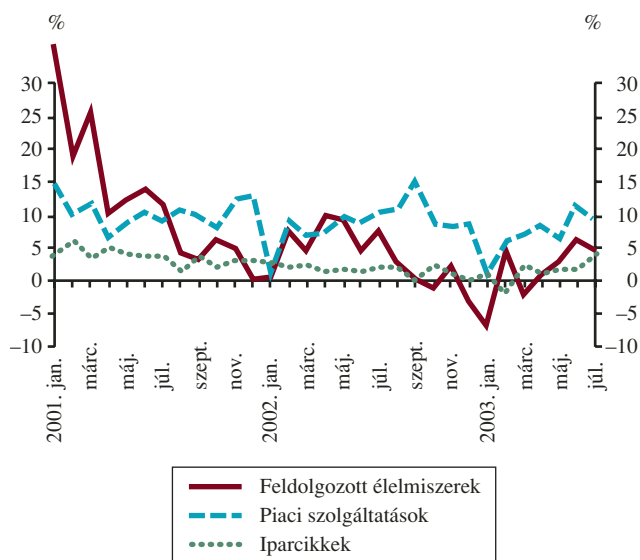


A növekvő maginfláció háttérben – a már említett dohány mellett – a feldolgozott élelmiszerek és a piaci szolgáltatások 2003 első negyedévéénél magasabb inflációja áll. A feldolgozott élelmiszerek inflációja annak ellenére szökkent fel az egy évvel korábbi szintre, hogy ebben az időszakban a feldolgozatlan élelmiszerek árai szezonálisan kiigazítva csökkentek. A piaci szolgáltatások magas és növekvő inflációjában költségoldalról a továbbra is erőteljes bérinfláció, valamint az erőteljes kereslet játszhatott szerepet.

A 2003 második negyedévére vonatkozó előrejelzésünk és a tények közötti eltérést a monetáris politika számára exogén tények okozták. A szabályozott ár ter-

I-3. ábra

**A maginfláció fontosabb összetevőinek alakulása** (évesített havi indexek)



I-2. táblázat

**A májusi Jelentés feltevései és a második negyedéves tények**

	Májusi előrejelzésben	Második negyedéves tények
Versenyszféra bérinfláció	9,2	9,4*
Munkaegységköltség (ULC)	3,9	5,3*
Vásárolt lakossági fogyasztás	7,7	8,6*
Forint/euró árfolyam	245,6	250,9
Dollár/euró árfolyam	1,085	1,137
Brent olajár (dollar/hordó)	25	26,2
Importáltiparikk-infláció**	1,0	0,7

\* Ténybecslés.

\*\* Évesített havi növekedési ütemek.

mékcsoport inflációja közel 0,7 százalékponttal maradt el az általunk prognosztizálttól. A május közepén bekövetkezett vezetékesszám-emelés elszámolása ugyanis – várakozásunkkal szemben – teljes egészében a harmadik negyedévre toódik.

A negyedév átlagában a feldolgozatlan élelmiszerek körében az általunk várt áremelkedés elmaradt, sőt, szezonálisan igazítva a legtöbb cikk ára csökkent is.



## I. 2. A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE

Előrejelzésünk mind a monetáris, mind a fiskális politika szempontjából feltételes. A monetáris politika tekintetében a 2003. július havi, átlagosan 264 forint/euró árfolyam jövőbeli fennmaradását feltételezzük. A fiskális politika esetében azzal a feltevéssel élünk, hogy megvalósulnak a július 16-án bejelentett, majd a Pénzügyminisztérium honlapján nyilvánosságra hozott 2004. évi költségvetési tervekben meghirdetett intézkedések.<sup>2</sup>

Fogyasztóiárindex-előrejelzésünket a májusi *Jelentés* óta nagymértékben felfelé módosítottuk, amelynek okai közül két tényezőt érdemes kiemelni. Egyrészt, a forintárfolyamsáv június elején történt eltolása a nominális árfolyam jelentős leértékelődéséhez vezetett, amely – a gyenge júliusi forintárfolyam fennmaradását feltételezve előrejelzési horizontunkon – az eddigi árfolyamalapú dezinflációs trend megtorpanását eredményezi. Másrészt,

szintén jóval magasabb fogyasztói árindexet prognosztizálunk az indirekt adók (áfa és egyes jövedéki adók) rendszerének meghirdetett módosítása, illetve egyes idei – már meghozott – árszabályozási lépések miatt.

Jelenlegi előrejelzésünk alapján a fogyasztói infláció 2003 végén 5,2%, 2004 végén 5,8% lesz. Az előrejelzés mögött álló feltevések mellett tehát alap-előrejelzésünk mindkét év végén kívül esik a meghirdetett 3,5%  $\pm$ 1%-os inflációs célsávon.

A 2004 végére nagymértékben megemelkedett inflációs előrejelzés májusi előrejelzésünkötől részben az indirekt adórendszer meghirdetett módosításának elsődleges hatásai (1,4 százalékpont), részben a várható makrogazdasági folyamatok miatt (0,5 százalékpont) különbözik.

### I-3. táblázat

#### A fogyasztói árindex alap-előrejelzése (előző év azonos időszakához képest, százalék)

	Súlyok, százalék	Tény		Előrejelzés							
		2003					2004				
		I.	II.	III.	IV.	Dec.	I.	II.	III.	IV.	Dec.
Becsült maginfláció*	68,1	4,8	4,5	4,5	4,9	5,0	6,0	6,2	6,0	5,6	5,5
Feldolgozatlan élelmiszerek	6,3	-0,8	-2,3	3,5	2,7	3,8	5,1	8,9	9,0	7,9	6,8
Járműüzemanyag és piaci energia	6,2	12,5	3,7	2,2	1,7	2,2	-1,8	2,0	-0,6	-1,1	-1,2
Szabályozott árak	19,4	3,0	3,9	7,0	7,3	7,3	12,4	11,3	9,3	8,6	8,6
<b>Fogyasztói árindex</b>	<b>100,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>
Nettó fogyasztói árindex**		4,6	3,9	4,8	5,1	5,2	5,7	6,1	5,4	4,9	4,8
Éves átlag		4,6					6,5				

\* A KSH maginflációs mutatójának közelítése.

\*\* A 2004-re meghirdetett áfa-rendszer és a jövedéki adók ehhez kapcsolódó változásának közvetlen, egyszeri árszintemelő hatásától megtisztított index. 2003-ra megegyezik a fogyasztói árárindexszel.

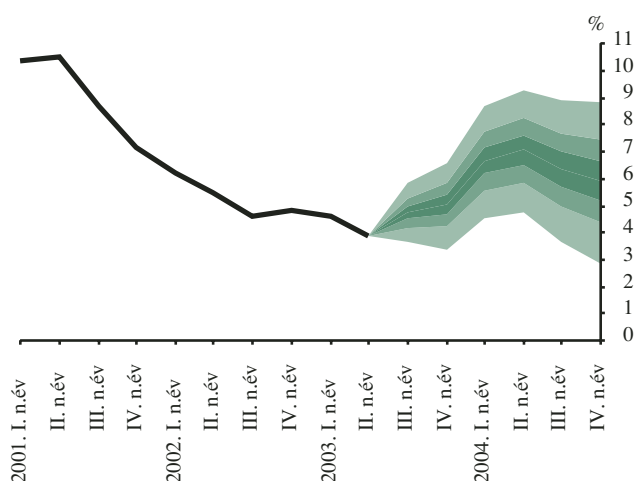
<sup>2</sup> A Pénzügyminisztérium honlapján (lásd <http://www.p-m.hu/home.htm>) olvasható, „A 2004-es költségvetés bevételi és kiadási oldalának részletezése” c. dokumentumra, illetve a kapcsolódó július 16-i hivatalos bejelentésekre a továbbiakban a *Jelentésben* röviden 2004-es költségvetési tervek módon hivatkozunk.

Az előrejelzés bizonytalansága 2004-re vonatkozóan jelentősen nagyobb, mint a korábbiaké. Ennek oka elsősorban a forintárfolyammal és a 2004-es adórendszer-változásokkal kapcsolatos, szokásosnál nagyobb bizonytalanság. A Monetáris Tanács értékelése alapján a kockázatok eloszlását az alap-előrejelzés körül szinte szimmetrikusnak látjuk, azaz 2004 végén az infláció hasonló eséllyel lehet magasabb, illetve alacsonyabb az alap-előrejelzésnél. A fő bizonytalansági tényezők ugyanis 2004-ben gyakorlatilag ellensúlyozzák egymás hatását: a forint/euró árfolyam esetében a feltételezettnél tartósan erősebb árfolyam kialakulásának nagyobb a valószínűsége, míg az adórendszerbeli változások, illetve azok inflációs hatásában egy magasabb infláció irányában való elmozdulásnak van nagyobb valószínűsége.

**I-4. ábra**

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\***

(előző év azonos időszakához képest)



\* A legyezőábra a fogyasztói árindex alap-előrejelzése körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legstőtebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar.

Inflációs előrejelzésünk negyedéves lefutása azt mutatja, hogy az elmúlt két év dezinflációjának megtorpanására és az infláció gyorsulására számítunk. Ez a trend várhatóan csak 2004 második felében fordulhat meg, de a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak esetleges emelkedése, amely az infláció gyorsulását és még magasabb bérinflációt vonhat maga után, jelentősen növeli az infláció kockázatát.

**I. 2.1. RÖVID TÁVÚ ELŐREJELZÉS**

2003 harmadik negyedévére vonatkozó rövid távú előrejelzésünk 4,8%-os fogyasztói inflációt valószínűsít, amely gyorsulást jelez a második negyedév alacsony inflációjához (3,9%) képest.<sup>3</sup> Ennek oka egyrészt egyes feldolgozatlan élelmiszerek tavaly nyár eleji árcsökkenése miatt jelentkező bázishatás, másrészt a szabályozott árak (pl. villamos energia) nagyobb mértékű emelkedése.

Bár a harmadik negyedévben várhatóan megtorpan a maginfláció mérséklődése is, a fogyasztói infláció magas értéke elsősorban a maginfláció körén kívüli tételeknek tulajdonítható. Rövid távon nem számítunk arra, hogy az árfolyam 2003 közepi leértékelődése jelentős inflációs hatást fejt ki a maginflációs körben.<sup>4</sup>

**I. 2.2. HOSSZÚ TÁVÚ ELŐREJELZÉS**

Hosszú távú előrejelzésünkben 2004 végéig adjuk meg az infláció várható pályáját. Előrejelzésünk a forint/euró árfolyam 2003. július havi, átlagosan 264 forintos árfolyamán alapul. A fiskális politikával kapcsolatban azzal a feltevéssel élünk, hogy 2004-ben megvalósulnak a július közepén nyilvánosságra hozott költségvetési tervekben szereplő intézkedések.

**I-4. táblázat**

**Az aktuális előrejelzés eltérése a 2003. májusi előrejelzéstől (éves indexek különbsége, százalékpont)**

	Abszolút eltérés (aktuális – májusi előrejelzés)		Tétel hozzájárulása a fogyasztói árindex eltéréséhez	
	2003. december	2004. december	2003. december	2004. december
Becsült maginfláció	0,8	1,8	0,56	1,19
Feldolgozatlan élelmiszerek	-4,7	1,7	-0,30	0,10
Járműüzemanyag és piaci energia	3,2	-2,5	0,20	-0,16
Szabályozott árak	0,7	4,1	0,14	0,79
<b>Fogyasztói árindex</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>0,61</b>	<b>1,93</b>
Nettó fogyasztói árindex*	0,6	0,9		

\* Az áfarendszer és az ehhez kapcsolódó jövedékiadó-változások közvetlen hatásától megtisztított index.

<sup>3</sup> Rövid távú előrejelzésünk elkészítése után érkezett be a fogyasztói árindex 2003. július havi adata. A 4,7%-os fogyasztói árindex és maginflációs értékek összhangban vannak a harmadik negyedévre vonatkozó előrejelzésünkkel. (Lásd még 1. sz. lábjegyzet.)

<sup>4</sup> Jelezzük ugyanakkor, hogy a júliusi adatok szerint a gyenge forintnak már lehetett hatása az iparcikk-inflációra.

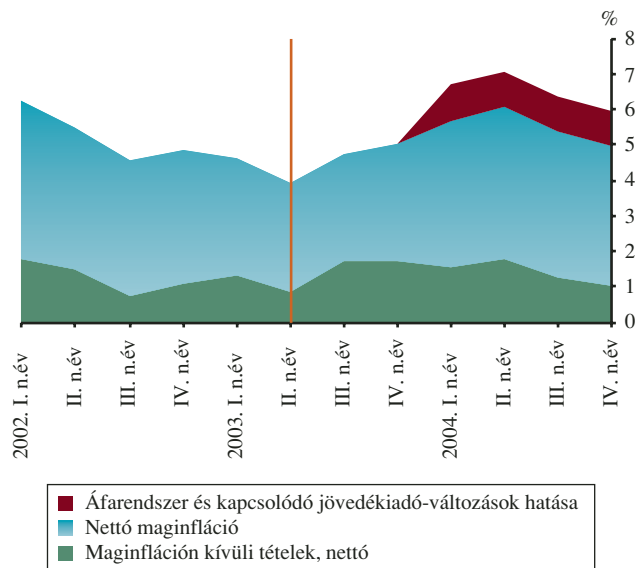
A fogyasztói inflációt nettó árváltozásokra és adóhatásra bontó ábrán látható, hogy 2003 második felében a maginfláció gyorsulása növekvő mértékben járul hozzá a teljes fogyasztói inflációhoz, míg a maginflációs körön kívüli tételek hozzájárulásának mértéke is jelentős. 2004 második negyedévében az infláció várhatóan átmenetileg 7% fölé emelkedik, a nettó maginfláció további gyorsulása és az indirekt adórendszer változtatásának következtében.<sup>5</sup>

A jövő év második felében az infláció általános mérséklődését várjuk. Ennek fő oka a tervezett fiskális kiigazítás miatt várhatóan alacsony lakossági kereslet, de mérséklőleg hat a feltételezett fokozatos olajárcsökkenés is. Ugyanakkor – az adóhatások következtében – a teljes fogyasztói árindex ez időszak alatt is magas szinten, 6% közelében marad.

I-5. ábra

### A fogyasztói árindex összetétele

(előző év azonos időszakához képest)



Az alap-előrejelzés mögötti feltevések közül az árfolyamra vonatkozók – a korábbiakhoz hasonlóan – az utolsó eltelt hónap (július) átlagos értékein rögzített konstans pályák. Így a májusi előrejelzéshez képest a forint árfolyama 7,5%-kal gyengébb, míg az euró a dollárral szemben közel 5%-kal erősebb. (Lásd I-5. táblázat.)

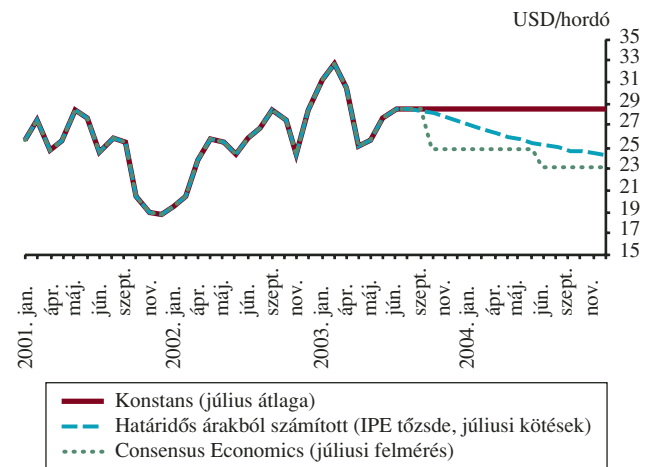
Májusi előrejelzésünkhöz képest változott a világpiaci olajár várható alakulásával kapcsolatos feltevés mögötti szabályunk. Az olajár jövőbeli alakulásával kapcsolatban az utolsó hónap átlagán rögzített konstans pálya mellett korábban is figyelembe vettünk alternatívákat,

mint például az olajtőzsdei határidős árakból, illetve piaci elemzők és nemzetközi intézmények várakozásaiból képzett konszenzus előrejelzésen alapulókat.<sup>6</sup> Jelen előrejelzésünkben a határidős árak alapján képzett olajárpályával dolgoztunk. Ez megfelel több külföldi jegybank gyakorlatának. Emellett szól az is, hogy az elemzői konszenzus előrejelzés (Consensus Economics) is hasonló pályát ír le.

Az alkalmazott olajárpályája a konstanssal ellentétben fokozatosan csökkenő olajárat valószínűsít, amely az utóbbihoz képest 2004 végén közel 0,3 százalékponttal alacsonyabb inflációt eredményez. Ugyanakkor a májusi *Jelentésben* szereplő feltevéshez képest 2003 végén magasabb, 2004 végén pedig alacsonyabb inflációt okoz.

I-6. ábra

### Alternatív olajárpályák



Végül megjegyezzük, hogy a fiskális politikára vonatkozó feltevésünk a júliusban nyilvánosságra hozott 2004-es költségvetési tervek alapján készült. A költségvetési tervekben foglaltaktól eltérő fiskális politikai intézkedések lehetséges inflációs hatásait az előrejelzés kockázatai között vesszük figyelembe.

### A leértékeltebb árfolyam hatása

A májusi *Jelentésben* feltételezetttnél 7,5%-kal leértékeltebb, 2003. júliusi szinten rögzített árfolyam jelentősen befolyásolja az infláció jövőbeli pályáját, elsősorban a monetáris politika által leginkább befolyásolható maginflációt gyorsítja.

Számításaink szerint – amelyekben az árfolyam-begyűrzés korábban alkalmazott feltevésével éltünk – a fel-

<sup>5</sup> A 2004 elején igen magasra ugró tizenkét havi index a 2003 második felében végrehajtott szabályozott áremelések áthúzó hatásának (elektromos áram), illetve az alacsony 2003. eleji bázisnak is tulajdonítható.

<sup>6</sup> A tőzsdei határidős árak alapján számított pályát a londoni IPE (International Petroleum Exchange) Brent olajra vonatkozó határidős kötése alapján képezzük. Jelen előrejelzésünkben a határidős árak pályájának alapját a 2003. júliusi kötések adják. A másik alternatív pálya a Consensus Economics által összeállított előrejelzés, amely a 2003. júliusi felmérés alapján több mint ötven elemző és nemzetközi intézmény előrejelzésének konszenzusát adja.

## I-5. táblázat

## Az alap-előrejelzés feltevései

	2003. májusi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben		Változás	
	2003 <sup>1</sup>	2004	2003 <sup>1</sup>	2004	2003	2004
Forint/euró árfolyam (forint)	245,6		264,0 <sup>2</sup>		+7,5%	
Dollár/euró árfolyam (cent)	108,5		113,8 <sup>2</sup>		+4,8%	
Brent olajár (dollár/hordó) <sup>3</sup>	25,0		28,1	25,3	+12,4%	+1,4%
Brent olajár (forint/hordó)	5653		6517	5881	+15,3%	+4,0%
Importáltiparcikk-infláció (%) <sup>4</sup>	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0
Versenyszféra-bérinfláció (%) <sup>5</sup>	8,8	6,5	9,3	8,1	+0,5	+1,6
Nominális munkaegységköltség a versenyszférában (%) <sup>5</sup>	3,5	1,9	5,1	3,9	+1,6	+2,0
Vásárolt lakossági fogyasztás (%) <sup>5</sup>	6,6	5,0	7,6	1,0	+1,0	-4,0

<sup>1</sup> 2003 előrejelzési horizontba eső időszakára.

<sup>2</sup> Július hónap átlaga.

<sup>3</sup> Júliusi határidős olajárak alapján számított pálya (IPE tőzsde).

<sup>4</sup> Évesített havi növekedési ütemek átlaga. Euróavezet-11 iparcikk-inflációja, forrás: Eurostat, NewCronos kód: igoodsxe.

<sup>5</sup> Éves átlagos növekedés.

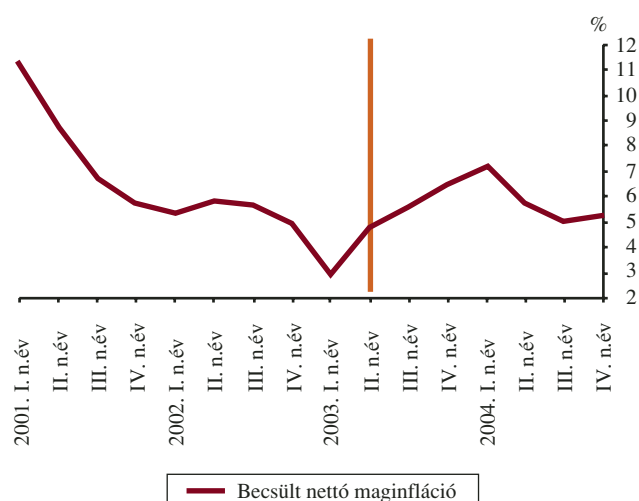
tételezett gyengébb árfolyam önmagában mintegy 1,2 százalékponttal emeli 2004 végén a maginflációt, a teljes fogyasztói árindexet pedig 0,8 százalékponttal.

A maginflációs előrejelzésben a horizont elején az infláció gyorsulása, majd 2004-től enyhe mérséklődése figyelhető meg. Ez alapvetően a belföldi kereslet növekedésének fiskális kiigazításhoz kapcsolódó várható lassulásával is magyarázható.

## I-7. ábra

## A nettó maginfláció alakulása

(szazonálisan igazított évesített negyedéves növekedési ütem)



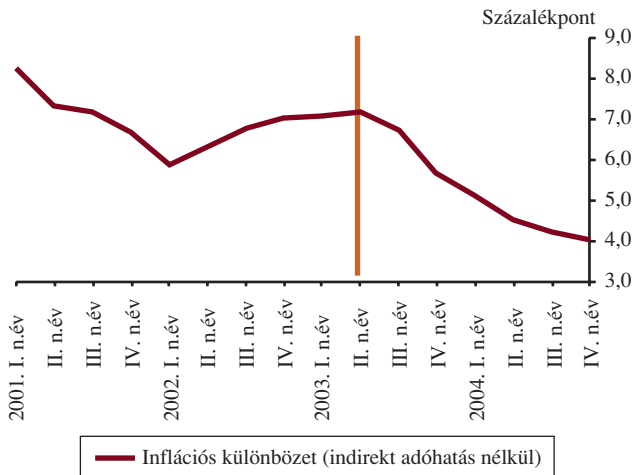
Miután az árfolyamgyengülés a forintban kifejezett importárak emelkedésén keresztül gyorsabban és erőteljesebben hat az iparcikk árára, mint a kereskedelmi forgalomba nem kerülő piaci szolgáltatásokéra, a két termékkör inflációs különbözete várhatóan csökken, azaz a belső reálárfolyam leértékelődik. Ez a jelenség jól mutatja a korábbi árfolyamalapú deflációs folyamat – júliusi gyenge árfolyam mellett bekövetkező – megtörését: míg az elmúlt másfél évben az erős árfolyam az említett inflációs különbözet emelkedésével járt, 2003 második negyedévéől ez a folyamat előrejelzésünk szerint megfordul.

A feltételezett leértékeltőbb árfolyam hosszabb távon kibontakozó inflációt növelő hatása lehet, hogy beépül a gazdaság szereplőinek várakozásaiba, és megjelenik az árazási és béremelési döntésekben. Ez a várakozáson keresztüli hatás tovább lassítja és késlelteti az inflációs ütem mérséklődését.

Ennek az érvelésnek nem mondanak ellent a rendelkezésre álló legfrissebb, vállalati inflációs várakozásokat tükröző adatok sem. A TÁRKI júliusi felmérése során megkérdezett vállalatok mind az árak, mind a bérek tekintetében gyorsabb növekedési ütemre számítanak az elkövetkező egy évben. Inflációs előrejelzésünk készítésénél ezt részben figyelembe vettük, részben az alap-előrejelzést övező kockázatok között érvényesítettük.

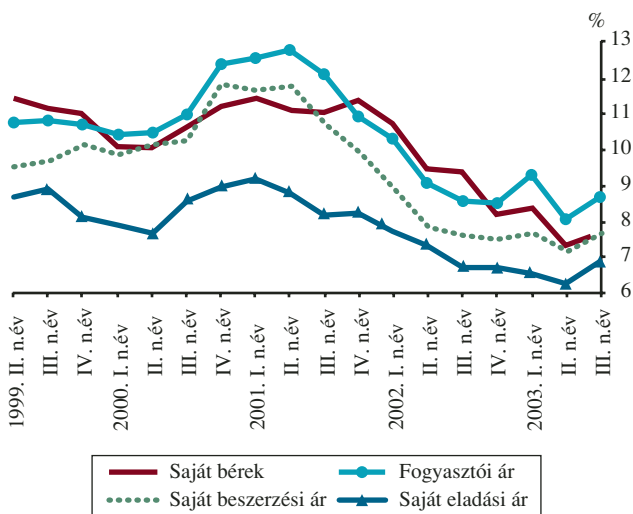
I-8. ábra

### Piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációs különbözete (éves indexek eltérése)



I-9. ábra

### Vállalati inflációs és béremelési várakozások (TÁRKI-felmérés) (százalékos változás a következő tizenkét hónapra vonatkozóan)



### Az indirekt adók rendszerében történő változás hatása<sup>7</sup>

A nyilvánosságra hozott 2004-es költségvetési tervek alapján 2004. január 1-jétől átfogó módosítást hajtanak végre az általános forgalmi adók rendszerén, valamint ezzel kapcsolatban néhány jövedéki adó is változik. (A témáról szóló részletes elemzést lásd az V. 1. fejezetben.)

Előrejelzésünk készítésekor becslést készítettünk a tervezett intézkedések fogyasztói árakra várhatóan gya-

korolt hatásáról. A közvetlen hatást akkor kapjuk meg, ha minden adóváltozást teljes mértékben megjelenítünk az árakban (változatlan adóalapot, azaz nettó ár-szintet feltételezve). Azt feltételezzük tehát, hogy a gazdasági szereplők nem reagálnak az indirekt adórendszer meghirdetett változására. Ennek a hatásnak a mértéke a teljes fogyasztói árindex esetén mintegy 1,0 százalékpont.

Figyelembe vettük a közvetett hatást is, vagyis azt, hogy az adóemelés megjelenésének mértéke az árakban függ az adott termék piacának főbb jellemzőitől (a verseny erőssége, a kereslet árugalmassága és az árak transzparenciája). A közvetett hatás számításánál feltételeztük, hogy az adóváltozás árakban való megjelenése aszimmetrikus lehet a tekintetben, hogy adóemelésről vagy adócsökkentésről van-e szó. Így – az árak lefelé irányuló nagyobb rugalmatlanságát feltételezve – egy adóemelés erőteljesebben jelenhet meg az árakban, mint egy adócsökkentés. Ez a kereskedelmi profitráták indirekt adóváltozásokhoz való alkalmazkodását jelenti. Ennek inflációra gyakorolt hatását mintegy 0,4 százalékpontra tesszük.

Becsléseink alapján megállapítható, hogy az indirekt adók rendszerének változása – mind a közvetlen, mind a közvetett hatásokra tekintettel – 2004 egészében várhatóan 1,4 százalékponttal emeli meg a fogyasztói árindex értékét.

A makrogazdasági előrejelzés kialakításakor figyelembe vettük az indirekt adók rendszere változásának reálgazdaságot érintő általános egyensúlyi hatásait is (lásd a kialakított, stilizált elemzési keretet az V. 1 fejezetben). A becslésnél eltekintettünk attól a lehetséges hatástól, amely eredményeképp az év során tapasztalt magasabb árindexek miatt emelkedő inflációs várakozások gyorsíthatják a béremelések ütemét, ez pedig további inflációs nyomáshoz vezet. Ennek a hatásnak a megjelenése azonban várhatóan már a 2005-ös évet érintheti, és mértéke alapvetően a gazdaságpolitika dezinflációs elkötelezettségének hitelességétől függ.

### A fiskális politika általános hatása

A fiskális politika általános keresletszűkítő hatásának mértékére vonatkozó előrejelzésünk, amelyet a július közepén hivatalosan nyilvánosságra hozott 2004-es költségvetési tervek alapján készítettünk el, lényegében nem különbözik a májusi előrejelzésünkben szereplő mértéktől. A keresleti hatás szerkezetét tekintve azonban jelentős az eltérés, mivel az aktuális tervek elsősorban a lakosságot közvetlenül érintő keresletszűkítő intézkedéseket irányoznak elő.

<sup>7</sup> Itt csak a 2004-re júliusban a kormány által bejelentett áfarendszer-változás és az ehhez kapcsolódó jövedékiadó-változások hatását vizsgáljuk. Eltekintünk a gázolaj jövedéki adójának tervezett csökkentésétől, illetve a dohánytermékek adójának az áfakulcs csökkenését kompenzáló mértékén felüli emelésétől.

A fogyasztáshoz kötődő adók és a jövedelemadó-teher emelése 2004-ben erőteljesen csökkenti a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmét, és ezen keresztül a fogyasztási keresletet. Előrejelzésünk szerint a lakossági fogyasztási kereslet éves növekedési üteme az idei év eleji 9% körüli mértékről 2004 végére gyakorlatilag nulla százalékra csökken. Ez a keresletcsökkenés az infláció csökkenésének irányába hat, ami az inflációs prognózis 2004 végén tapasztalt enyhe mérséklődésében tükröződik.

### A munkapiaci folyamatok hatása

Az elmúlt két év dezinflációs időszakának ellentmondásos jelensége volt a béremelési ütemek késlekedő alkalmazkodása a mérséklődő inflációhoz. A májusi *Jelentés* óta kialakult makrogazdasági környezet az alkalmazkodási folyamat további lassulása felé mutat. Nevezetesen, az élénkülő konjunktúra és az árfolyam-leértékelődés miatt emelkedő inflációs várakozások a korábban prognosztizált pályához képest mindkét évben nagyobb bérinflációt eredményeznek (9,3% 2003-ban és 8,1% 2004-ben).

A magasabb bérinflációs prognózis ellenére azonban továbbra is feltételezzük, hogy a reálbérek növekedése visszatér egy, a termelékenységnövekedéssel összhangban lévő pályára, ami a bérinfláció alkalmazkodását jelenti a mérsékeltebb fogyasztói inflációhoz. Az előrejelzési horizont végéig tehát továbbra is a bérinfláció fokozatos mérséklődésére számítunk.

### Egyéb inflációs folyamatok

A feldolgozatlan élelmiszerárakra adott előrejelzésünk 2004 közepéig nagyjából állandó növekedési ütemet prognosztizál, amely az alacsony bázis következtében jövő év közepén 9% körüli éves árindexet eredményez. 2004 második negyedétől azonban az áremelkedések mérséklődését várjuk, amely a még érvényben lévő importvámok EU-csatlakozásunkat követő megszűnése miatt várhatóan erősödő árverseny következménye.

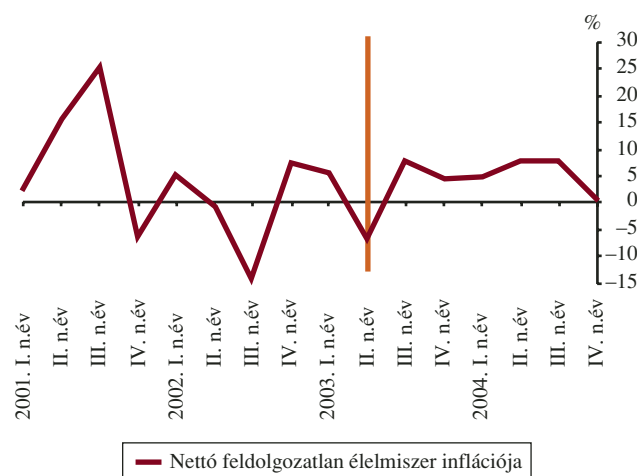
A járműüzemanyagok és a piaci energia inflációjára vonatkozó előrejelzésünk 2003 végén felfelé, 2004 végén pedig lefelé módosult. Ez elsősorban a forintban kifejezett olajár pályájával magyarázható, amely 2003 második felében több mint 15%-kal magasabb a májusinál, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan csökken.

Míg a benzin esetében az áfakulcs 2004-es csökkentését a jövedéki adó emelése ellentételezi, a szintén a járműüzemanyagok csoportjába tartozó gázolaj esetében a 2004-es költségvetési tervek alacsonyabb jövedéki adót írnak elő. A literenkénti 2,4 forintos csökkentés a fogyasztói árindexet 2004 decemberében csak kismértékben, 0,05 százalékponttal mérsékli.

I-10. ábra

### Nettó feldolgozatlan élelmiszer inflációja

(szezonálisan igazított évesített negyedéves növekedési ütem)



A dohánytermékek jövedéki adójának 2004-es emelése várhatóan meghaladja az áfakulcs csökkentését ellentételező mértéket. Előrejelzésünkben – a költségvetési tervek alapján – 2004. januárra összesen 17,6%-os jövedékiadó-emeléssel számoltunk. Ez lényegében összhangban van egy olyan lineáris jövedékiadó-pályával, mellyel 2009 januárjáig elérhető az EU által előírt adómérték (64 euró/1000 szál).

A szabályozott árak előrejelzésénél a májusi *Jelentés*hez képest több változás is történt. Egyrészt, korábbi prognózisunkkal ellentétben a vezetékes gázár 2003. májusi emelése júliusban jelent meg a fogyasztói árakban. Másrészt, augusztusban várhatóan két újabb áremelésre kerül sor (az elektromos energia 9%-os és a postai szolgáltatások 6,8%-os emelése), amelyek a májusi előrejelzéshez képest emelik a termékkör inflációját.

2004-re jellemzően nem rendelkezünk konkrét, hivatalos információval az árszabályozást illetően. Így abban a körben, ahol semmilyen konkrét információnk nincs, azzal a – múltban is követett – technikai feltevéssel élünk, hogy a szabályozott árak (nettó) emelkedése követi a piaci szolgáltatások inflációját. E kör 2004-es inflációja így (éves átlagban) 7,7 százalékosnak adódott. Van egy olyan kör is, ahol a múltbeli tapasztalatok alapján ennél kisebb ütemű áremelkedés várható (pl. távközlés), és van, ahol a 2003-as áremelések alapján csökkentettük a 2004 elejére várható áremelés mértékét (elektromos energia). Összességében a szabályozott árú kör egészében a 2004-es átlagos nettó ár-emelkedési ütemére adott előrejelzésünk (éves átlagban) 5,8%.



szereplőnél lényegesen magasabb lakossági fogyasztási keresletet jelentene. Ez az alap-előrejelzésnél közel egy százalékponttal magasabb GDP-növekedéshez és némileg magasabb inflációhoz vezethet 2004-ben.

A költségvetési tervekben szereplő adótábla megvalósulásakor is jelentős, magasabb infláció kialakulását segítő bizonytalanság társul az intézkedés lakossági fogyasztási keresletre gyakorolt hatásához. Alap-előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy a rendelkezésre álló jövedelem csökkenésére a háztartások elsősorban fogyasztási keresletük visszafogásával reagálnak. Ezzel szemben az is elképzelhető, hogy az alkalmazkodás inkább a megtakarítások erőteljesebb csökkenésén keresztül valósul meg, ami jövőre akár 1-2 százalékponttal is megemelheti a fogyasztási kereslet növekedési ütemének prognózisát. Ebben az esetben a GDP-növekedés a jövő év átlagában megközelítheti a 3,5%-ot, míg a fogyasztói árindex 2004 végén mintegy 0,2 százalékponttal magasabb lehet.

Jelentős a bizonytalanság a lakossági fogyasztásikerület-bővülés alappályában szereplő lassulásának dezinflációs hatásával kapcsolatban is. A fogyasztási kereslet növekedésének 2004-re prognosztizált visszaesése a korábbi évek (2002–2003) dinamikus bővülését követően igen jelentős, és mértékét tekintve a magyar gazdaság történetében a 90-es évek elejétől egyedülálló. Mivel alap-előrejelzésünkben – statisztikai becsléseink alapján – egy viszonylag mérsékelt dezinflációs hatással számoltunk, ehhez a tényezőhöz jelentős dezinflációs kockázatot társítunk. Amennyiben feltesszük, hogy a fogyasztási kereslet várható visszaesése az alappályában feltételezettnél nagyobb dezinflációs hatással jár, az inflációs előrejelzés 2004 végén néhány tized százalékponttal lehet alacsonyabb.

### A forint árfolyamával kapcsolatos bizonytalanság

A forint/euró árfolyam jövőbeli alakulása jelentős, az alacsonyabb infláció kialakulását segítő kockázatot hordoz. Előrejelzésünk technikai feltevése, hogy a forint árfolyama a teljes előrejelzési horizonton a 2003. júliusi szinten marad. A Monetáris Tanács annak érdekében, hogy a várható infláció minél közelebb essen az inflációs célhoz, a júliusi átlagnál tartósan erősebb árfolyamot tart szükségesnek. Így érdemes számba venni egy, az előrejelzési horizontunkon fokozatosan erősödő árfolyam alternatív forgatókönyvét.

Ha az árfolyam 2004 végére egyenletes ütemben 250 forint/euróra erősödik, akkor az infláció 2003 végén csekély mértékben, 2004 decemberében azonban több mint 0,5 százalékponttal lehet alacsonyabb. Az erősebb árfolyam ugyanakkor rövid távon rontja a vállalati szféra versenyképességét és – elsősorban a folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatásán keresztül – csökkenti a GDP-prognózist. A vállalati szféra jövedelmezőségének romlása miatt a bérinfláció gyorsabb ütemű mérséklődése valósulhat meg.

### A versenyszféra bérinflációjával kapcsolatos bizonytalanság

A versenyszféra bérinflációjának alakulásában magasabb infláció kialakulásának irányába ható kockázatot látunk, két tényezőre visszavezethetően. Egyrészt elképzelhető, hogy az előrejelzésben technikailag feltételezett gyenge árfolyam miatt tovább lassul a béremelési ütemek alkalmazkodása a már kialakult mérsékelt inflációs környezethez.

Másrészt bizonytalanságot jelent az alap-előrejelzésünkben figyelmen kívül hagyott, az indirekt adóváltozások inflációs várakozásokon keresztül érvényesülő bérinflációt gyorsító hatása. Ez utóbbi, az ún. másodlagos hatás, hogy az indirekt adórendszer 2004-es változásának egyszeri árszintemelő hatását a gazdasági szereplők az infláció gyorsulásaként érzékelik, és így béremelési döntéseiket magasabb inflációs várakozásokhoz alakítják.

A bérek nagyobb ütemű növekedése a vállalatok bérköltségének emelkedésével rontja a versenyképességet, s ez fékezi a foglalkoztatás és a termelés 2004-re prognosztizált élénkülését. Emellett azonban növeli a háztartások jövedelmét, a fogyasztási kereslet gyorsabb növekedését eredményezi. Végül soron a jövedelem adóalapjának növekedésével a fiskális bevételek is magasabbak.

Ha a versenyszféra bérinflációs prognózisának felső határát tekintjük, akkor a 2003-ban 0,4, 2004-ben 2,5 százalékponttal magasabb béremelkedési ütem 2003 végén 0,2 százalékponttal, 2004 végén pedig 0,6 százalékponttal emelheti meg az inflációs prognózist. Becslésünk szerint ez összességében mintegy 0,5 százalékponttal emelné a GDP szintjét. A kedvezőtlen munkapiaci és versenyképességi hatások csak később jelentkeznek.



## **II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA**



## II. 1. KERESLET

Makrogazdasági előrejelzésünk két alapvető feltételezésre épül. Egyrészt technikailag a 2003. július havi átlagosan 264 forint/eurós, a korábnál mintegy 7%-kal gyengébb nominális árfolyam érvényesülését tételeztük fel az egész előrejelzési horizonton. Másrészt előrejelzésünkben feltételezzük a július közepén bejelentett jövő évi költségvetési tervekben megfogalmazott intézkedések megvalósulását.

A gazdasági növekedés ütemét a korábbi előrejelzésünknel alacsonyabbra: erre az évre 3,2 százalékra, jövőre pedig 2,7 százalékra becsüljük. A jövő évre vonatkozó növekedési előrejelzés csökkenése annak tudható be, hogy a korábban feltételezettől eltérő szerkezetű fiskális kiigazítás csökkentőleg hat a gazdasági növekedés várható ütemére. A jövő évi költségvetési tervekben megfogalmazott intézkedések hatására ugyanis elsősorban a lakossági fogyasztás növekedési üteme mérséklődik, de a lakossági beruházások visszaesésével is számolni kell.

Bár 2003 első negyedében a gazdasági növekedés üteme az előző negyedévhez viszonyítva jelentősen visszaesett, és alacsonyabbnak bizonyult, mint a májusi *Jelentés*ben szereplő előrejelzésünk, a második negyedévre vonatkozó adatok is megerősítik feltételezésünket, hogy az ipari konjunktúra túljutott ciklikus mélypontján.

A külső konjunktúra várható alakulásáról kialakított képünk a májusi *Jelentés*hez képest nem változott. A külső keresletre vonatkozó legfrissebb adatok alátámasztják, hogy a ciklus mélypontját ugyan elhagytuk, de továbbra is erős a bizonytalanság.

A fiskális politikában erre az évre lényegében változatlan mértékű, jövőre a költségvetési tervekben meghirdetett konszolidáció eredményeképpen egészében valamivel kisebb mértékű, de más szerkezetű kiigazítással számolunk, mint a májusi *Jelentés*ben. A fiskális kereslet-szűkítés 2004-ben – szemben a májusi *Jelentés*ben feltételezettel – elsősorban a lakosságot érinti. Ez a lakossági fogyasztásra és beruházásokra gyakorolt negatív hatás miatt már rövid távon, 2004-ben jelentősen csökkenti a gazdasági növekedés ütemét.

A munkapiaci folyamatok értékelésében és előrejelzésében egyaránt jelentős a bizonytalanság. Az első negyedévi tényadatok alapján arra következtetünk, hogy a versenyszektor bérezési magatartásában már némi alkalmazkodás volt látható, de az április, májusi adatok ezt nem támasztják alá. A defláció ellenére a feldolgozóiparban a bérinfláció a második negyedévben enyhe emelkedésnek indult, a piaci szolgáltatások körében pedig, ahol az élénk belföldi kereslet, illetve – valószínűsíthetően – a továbbra is magas inflációs várakozások hatására magas szinten megrekedt bérinfláció az utóbbi hónapokban tovább emelkedett.

A versenyszektor legfrissebb munkapiaci adatai alátámasztják a gazdasági felívelésre vonatkozó feltételezésünket, de ennek még nagy a bizonytalansága. A munkanélküliség emelkedése ugyan megtorpant, de a lakossági bizalmi index tovább csökkent. Ebből arra következtethetünk, hogy a lakossági fogyasztás jelenlegi magas növekedési üteme a továbbiakban csökkenni fog. 2004-re a versenyszektor nominális béreit a májusi *Jelentés*ben prognosztizálnál magasabbra becsüljük, de ez a megváltozott inflációs pálya és az adóintézkedések reálbér-növekedést csökkentő hatása miatt lényegesen alacsonyabb reálnövekedést jelent. Ennek következtében 2004-ben a lakossági fogyasztás növekedési üteme erőteljesen csökken.

Az állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó előrejelzésünk nem változott lényegesen a májusi *Jelentés*hez viszonyítva, továbbra is a külső gazdasági ciklus és fiskális politika eltérő alakulását tükrözi. A vállalati beruházások előrejelzésünk szerint a külső kereslet fellendülésével együtt élénkülni fognak, amint ezt már az első negyedévben tapasztaltuk is. 2004-re a belföldi kereslet hanyatlása következtében a szolgáltatóágazatok beruházását a korábban előre jelzettnél némileg alacsonyabbra becsüljük ugyan, de ezt a feldolgozóipari beruházások magasabb szintje ellensúlyozza. A lakossági beruházások növekedési üteme a tavalyi kiugró növekedés után ebben az évben mérséklődik, és a jövő évben a fiskális kiigazítás hatására reálértéken akár csökkenhet is. Az állami szektor beruházási üteme a feltételezett fiskális kiigazítással összhangban idén már mérséklődik, és jövőre sem gyorsul.

## II-1. táblázat

## A beruházások alakulása szektorok szerinti bontásban\* (éves változás, százalék)

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

\* Beruházásadatok, amelyek különbözhetnek a bruttó állóeszköz-felhalmozási mutató értékétől, lásd [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#).

\*\* Az állami autópálya-építést az állami beruházások között szerepeltettük.

Az exportra vonatkozó előrejelzésünket alapvetően az első negyedévi tényadatok és – kisebb részben – az előrejelzési horizontunkon a májusi Jelentésben feltételezettnél gyengébb reálárfolyam következtében felfelé korrigáltuk. Az import növekedési üteme 2002 második félévétől meghaladta az exportét, és ebben az évben ennek folytatódására számítunk. Az import növekedését a lakossági fogyasztás növekvő importtartalmával és a vállalati beruházások élénkülésével magyarázhatjuk. Előrejelzésünk szerint jövőre a külső kereslet élénkülése és a lakossági fogyasztás mérséklődése következtében az export az importnál gyorsabb ütemben bővíthet.

A konjunkturális helyzet értékelését a potenciális kibocsátás (potenciális GDP), illetve az ún. kibocsátási rés (output gap) alakulására vonatkozó első kísérleti elemzésünk is alátámasztotta.<sup>8</sup> A potenciális GDP a kibocsátás trendjét mutatja. A tényleges és a potenciális GDP közötti különbség, azaz az ún. kibocsátási rés azt mutatja meg, hogy a hosszabb távú növekedési pálya alatt vagy felett teljesít-e a gazdaság.

2002-ben a külső konjunktúra elhúzódozó gyengélkedése és az ezzel ellenkező irányban ható expanzív fiskális politika eredményeként a kibocsátási rés nagysága 0 körüli értékre csökkent. 2003 első negyedévében a kibocsátási rés gyakorlatilag szintén zérus körül mozgott, azaz a kibocsátás szintje a hosszú távú trend körül lehetett. Ez nem feltétlenül jelenti azt, hogy ekkor enyhe lett volna az inflációs feszültség, mert kibocsátásirés-bebecslésünk nem veszi figyelembe a gazdasági növekedés szerkezetét, vagyis azt, hogy a potenciálisnál alacsonyabb kibocsátás a lakossági kereslet erőteljes élénkülése mellett következett be.

<sup>8</sup> Részletesebben lásd az V. 3. fejezetet.

## II-2. táblázat

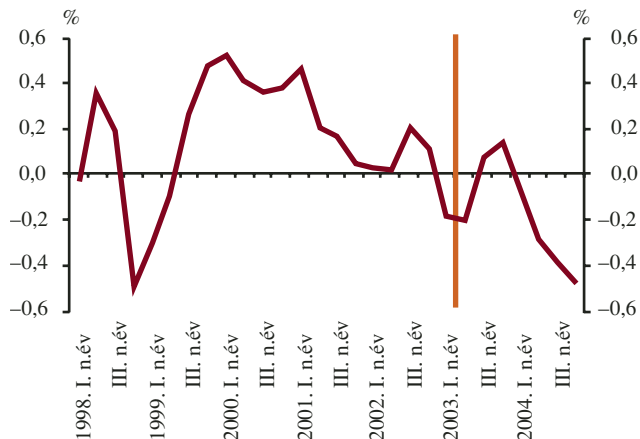
## A GDP és komponenseinek növekedési üteme (éves növekedési ütem, százalék)

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

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

## II-1. ábra

## A kibocsátási rés alakulása\*



\* Kibocsátási rés = tényleges GDP százalékos eltérése a potenciális GDP szintjétől

A kibocsátási rés becslését az előrejelzési időszakra is elvégeztük, és ez alapján arra következtethetünk, hogy 2003 második felében a külső kereslet élénkülésének hatására a kibocsátási rés pozitívvá válhat. Jövőre – a feltételezett fiskális kiigazítás megvalósulása esetén – a visszaeső lakossági kereslet következtében előrejelzésünk szerint szignifikánsan negatív értékre számítunk.

A fiskális kiigazítás következtében a belső kereslet csökken, és a tényleges GDP szintje a potenciális alá kerül. A negatív kibocsátási rés – önmagában, az egyéb tényezőktől eltekintve – az inflációs feszültség csökkenéséhez vezetne, de az infláció alakulására más tényezők is hatást gyakorolnak.

### II. 1.1. A KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA

A külső kereslet alakulásának fő mutatójaként *Jelentéseinkben* legfontosabb kereskedelmi partnereink változatlan áras importjának súlyozott átlagát szerepeltetjük, ahol az egyes partnerek súlyát a magyar export ország szerkezetében betöltött részesedésük adja meg. A továbbiakban erre a mutatóra mint külső (vagy export-) piacaink méretére utalunk, hogy megkülönböztessük a külső konjunktúra más jellegű mutatóitól.

Külső piacaink mérete új előrejelzésünk alapján a 2004 végéig tartó előrejelzési horizonton csak elhanyagolható mértékben változik meg az előző prognózisunkhoz képest, bár rövid távon (2003 második felében) várható kisebb eltérés.

A külső konjunktúra (ezen belül kiemelten az európai konjunktúra) gyengélkedése folytatódott 2003 első negyedévében, és a már rendelkezésre álló áprilisi-májusi adatok alapján a második negyedévben sem következett be számottevő gyorsulás. Erre utalnak fő kereskedelmi partnerországaink GDP-, iparitermelés- és ipari bizalmiindex-adatai is. Külső piacaink mérete ugyanakkor 2002 közepe óta dinamikus növekedést jelez. A külső konjunktúra alakulását a GDP, az ipari termelés és egyéb egyidejű, illetve előre jelző indikátorok alapján leíró mutatók és az import lényegesen eltérő dinamikája egy-két negyedéven keresztül nem tekinthető rendkívülinek. Most azonban már csaknem négy negyedéve áll fenn ez a különbség, megnehezítve a külső kereslet rövid távú előrejelzését. A helyzetet valamelyest egyszerűsíti, hogy a jelenséget lényegében egyedül a német adatok okozzák.

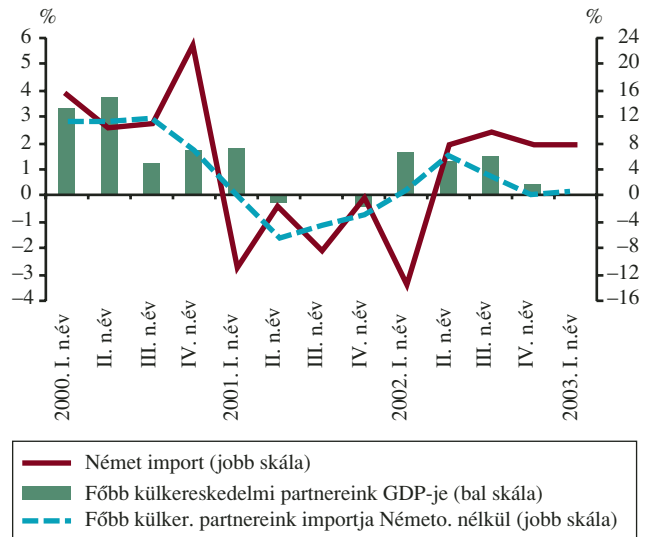
Az előző *Jelentésben* 2003 első negyedévére külkereskedelmi partnereink importjának alacsony növekedését vártuk, ez Németország kivételével igazolódott is. Visszaesést mutató GDP-adata ellenére Németország importja közel 2 százalékos ütemben bővült ebben az időszakban. Így már az egymást követő harmadik negyedévben tapasztaljuk, hogy külső piacaink méretének rövid távú bővülése jelentősen magasabb az általunk előre jelzetté.

Mivel a konjunktúra érzékelhető erősödését jelenlegi számításaink alapján csak az év végére, illetve 2004 elejére tesszük, a német adatok okozta bizonytalanság ellenére külkereskedelmi partnereink importjának alacsony mértékű bővülését feltételezzük 2003 második

### II-2. ábra

#### A német importnövekedés és a külső konjunktúra más mutatói

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



negyedévére, majd egy élénkülő, de még visszafogott növekedést az év második felében.

A külső kereslet középtávú pályáját meghatározó tényezőkben azonban nincs jelentősebb változás, így 2004-ben a korábbi *Jelentésben* szereplő előrejelzésünkkel nagyjából megegyező ütemben alakulhat kereskedelmi partnereink importnövekedése.

A gazdasági előrejelzéseket készítő nagyobb nemzetközi gazdasági szervezetek közül az OECD, az IMF, valamint az Európai Bizottság előrejelzésünk lezárásáig nem frissített áprilisi prognózisain, így továbbra is elmondható, hogy a külső kereslet alakulására vonatkozó előrejelzésünk 2003 tekintetében az egyik legalacsonyabb, 2004-ben pedig a legkisebb bővüléssel számol.

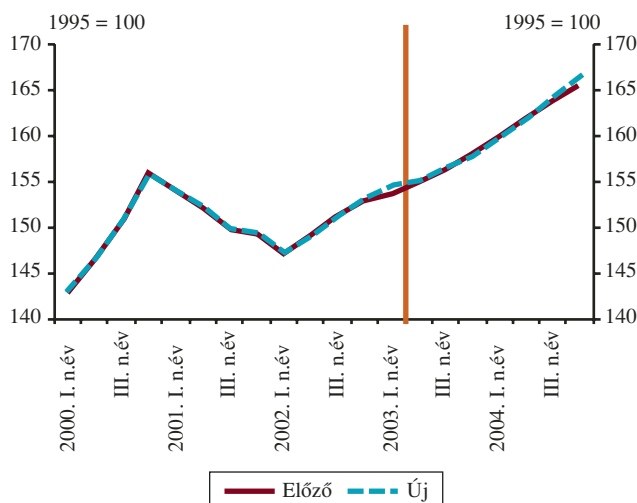
A külső konjunktúráról viszonylag kedvezőtlenebb képet festő mutatók miatt 2003-ra vonatkozóan úgy véljük, hogy a kockázatok inkább a centrális pályánál valamelyest alacsonyabb külsőkereslet-bővülést valószínűsítenek. 2004-ben megfordul az irány: a nemzetközi szervezetek és a piaci kutatóintézetek nagy részének előrejelzéseinél jóval alacsonyabb növekedési ütemmel számolunk az alappályában, így a kockázatok inkább az alappályát meghaladó bővülési ütemet tesznek valószínűbbé.

### II. 1.2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS KERESLETI HATÁSA

Az államháztartás keresleti hatásának becslésekor az idei évre a költségvetési és adótörvényekből, illetve a már meghozott kormányzati döntésekből, jövőre pedig a július 16-án hivatalosan meghirdetett 2004-es költség-

## II-3. ábra

## Külső piacaink méretének alakulása\*



\* 12 fő külkereskedelmi partnerünk súlyozott importvolumene.

## II-3. táblázat

## Külkereskedelmi partnereink importjára\* vonatkozó előrejelzések

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

\* 12 fő külkereskedelmi partnerünk importvolumenének súlyozott éves átlagos növekedési üteme százalékban. Források: Európai Bizottság: Economic Forecasts (2003. április/2002. november); OECD: Economic Outlook (2003. április/2002. november); IMF: World Economic Outlook (2003. április/2002. október).

vetési tervekből indultunk ki.<sup>9</sup> Az államháztartás keresletszűkítő hatása aktuális előrejelzésünk szerint 2003-ban a GDP 0,5 százaléka, 2004-ben – a költségvetési tervekben ismertetett intézkedések megvalósulása esetén – a GDP 1,0 százaléka körül alakulhat, vagyis összességében a májusi Jelentésben számítottéhoz képest némileg alacsonyabb értéket jelez.<sup>10</sup>

2003-ban becslésünk szerint az idei évi keresletszűkítés olyan szerkezetben valósul meg, hogy eközben a lakossági jövedelmet érintő tételek – a determinációk miatt –

a gazdasági növekedést meghaladó ütemben bővülnek. A kereslet fiskális mérséklése idén a többi tétel – például a beruházások – visszafogásával valósul meg.

Májusi előrejelzésünk még ennek a szerkezetnek a folytatódását feltételezte 2004-re is. A júliusban nyilvánosságra hozott költségvetési tervek alapján azonban más kép rajzolódik ki. 2004-es alap-előrejelzésünkben feltételezzük, hogy a fiskális politika a meghirdetett költségvetési terveket valósítja meg. Ekkor a kereslet szűkítésére éppen a lakossági jövedelmet és fogyasztást érintő tételek (közvetlen és közvetett adók) esetében kerül sor, miközben az állami beruházások növekednének.

## II-4. táblázat

## A keresleti hatás várható alakulása

(a GDP százalékában)

	2002	2003	2004
	Előzetes	Alap-előrejelzés	
Közvetlen keresleti hatás*	4,3	-0,5	-1,0

\* Az SNA elsődleges egyenlegváltozása (korrigálva a nyugdíjreform hatásával). A (+) előjel a kereslet bővítését jelzi. A módszertanról lásd [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#) c. MNB kiadványt.

## A 2003-as keresleti hatás becslése

2003-as becslésünk változatlanul abból indul ki, hogy egyrészt abban a körben, ahol a központi kormányzatnak teljes kontrollja van, ott jogszabályban, illetve kivételes esetben előterjesztésben szereplő információt vesz alapul. Ahol nem érvényesül a fiskális folyamatok felett teljes központi kontroll, ott a várható folyamatokra saját becslést adunk. Ennek megfelelően az adóbevételek és a nyugdíjkiadás alakulását saját makrogazdasági előrejelzéseink és az intézkedések becsült hatása alapján, az autonóm fiskális folyamatokat (helyi önkormányzatok, intézmények magatartása, nyitott támogatások igénybevétele) a megfigyelhető tendenciákból kiindulva, múltbeli tapasztalataink alapján prognosztizáljuk.

A 2003-as fiskális keresleti hatás kapcsán a májusi Jelentésben jelzett kockázatok közül, most úgy látjuk, valószínűleg több is realizálódik. Ismertté vált, hogy döntés született a támogatási rendszerek átalakításáról (-0,1%) és az előirányzatok zárolásáról (-0,2%), ezek mértéke megfelel az általunk korábban feltételezettnek. Ezen túlmenően figyelembe vettünk egy olyan nyilvánosságra hozott – de törvényben el nem fogadott – intézkedést is, amely szerint a

<sup>9</sup> A Pénzügyminisztérium által nyilvánosságra hozott anyag címe: „A 2004-es költségvetés bevételi és kiadási oldalának részletezése” (lásd <http://www.p-m.hu/home.htm>).

<sup>10</sup> Az infláció, a gazdasági növekedés és a külső egyensúly várható alakulása szempontjából a fiskális politika keresleti hatása számít, amit az 1998-ban elemzési célra bevezetett ún. korrigált SNA-típusú államháztartási hiány elsődleges egyenlegének éves változásával közelítünk. Módszertani kérdésekről lásd [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#).

## II-5. táblázat

A 2003-as kereslethatas-becslés változása a májusi *Jelentéshez képest* (a GDP százalékában)

Korábbi alap-előrejelzés: -0,5			
Gyes kiegészítő pótlék (perek miatt)	+0,2	Magasabb adóbevétel	-0,1
Gyógyszer, lakástámogatás	+0,1	Kiadáscsökkentő intézkedés	-0,3
Kvázifiskális támogatások	+0,2	Útépítés időbeli csúszása	-0,1
<b>Kereslet bővítése irányába</b>	<b>+0,5</b>	<b>Kereslet szűkítése irányába</b>	<b>-0,5</b>
Aktuális alap-előrejelzés: -0,5			

13. havi bérfizetés kifizetésének határideje az idei évtől megváltozik, kismértékben javítva az idei és a következő év deficitjét. Ismertté vált az is, hogy a Legfelsőbb Bíróság döntése alapján sor kerülhet a gyes pótlékának elmaradt kifizetésére is. Az NA Rt. hivatalos közleménye alapján csökkentettük az útépítésre vonatkozó becslésünket. Kormánydöntéseket alapul véve ugyanakkor a GDP 0,2 százalékaival növeltük a kvázifiskális tételek prognózisát az agrárszektor és veszteséges állami vállalatok hiteleivel és állami kezességével kapcsolatban.

A májusi *Jelentéshez képest* a 2003. évi makrogazdasági előrejelzés aktualizálása – gyorsabb bérnövekedés, magasabb nominális fogyasztás – a GDP 0,3%-ával magasabb adóbevételt (szja, tb-járulékok, áfa) eredményezett volna, de az adók prognózisát egyidejűleg 0,2%-kal csökkenteni is kellett a második negyedéves bevételi tételek miatt. A bevételek szintje ugyanis jelentősen elmaradt attól, amit a tényleges makrogazdasági folyamatok – növekvő adóalapok – alapján feltételezhattünk volna.

Amennyiben az adók kiesése nem átmeneti jellegű, akkor a keresletszűkítés előrejelzésének további mérséklése válik szükségessé. Ez éppúgy megjelenik a 2003-as alap-előrejelzéséhez megadott kockázatok között, mint a helyi önkormányzatok és a költségvetési szervek

kiadásaival kapcsolatos bizonytalanság, hiszen ezek jelentős része szintén az utolsó negyedévre összpontosul.

## A 2004-es keresleti hatás becslése

2004-re a nagyfokú bizonytalanság miatt kétféle, eltérő elveken nyugvó előrejelzést készítettünk. A július 16-án nyilvánosságra hozott költségvetési tervek tervezett intézkedéseitől a költségvetési törvény elfogadásáig ugyanis még lényeges módosulások történhetnek<sup>11</sup>. Ezért a lehetséges prognózisok szélső értéke gyanánt bemutatjuk azt az kockázat- vagy szabályalapú változatot is, amely figyelmen kívül hagyja a törvényben még nem rögzített intézkedéseket. (E módszert részletesebben az V. 2. fejezetben ismertetjük.) Másrészt elkészítjük szokásos szakértői alap-előrejelzésünket is, amely a júliusban nyilvánosságra hozott 2004-es költségvetési tervek szerinti intézkedések megvalósulását tételezi fel. A kétféle prognózis eltérése a bejelentett, de véglegesen még el nem fogadott kormányzati intézkedések nagyságrendjét – illetve ezek elmaradásának kockázatát – számszerűsíti.

A költségvetési tervekből kiinduló *szakértői alap-előrejelzés* alapján a jövő évi keresletszűkítés a GDP 1,0 százalékaival egyezhet meg. A viszonyítási alapul készített, szabályalapú előrejelzés a költségvetési tervekben szereplő javaslatokat

## II-6. táblázat

## A 2003-as keresleti hatás alap-előrejelzésének kockázata (a GDP százalékában)

Alap-előrejelzés: -0,5% keresleti hatás			
Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
Magasabb év végi adófeltöltés	-0,1	Alacsonyabb II. félévi adóbevétel	+0,2
Tágan értelmezett állami beruházás lassulása	-0,1		
Önkormányzati, intézményi kiadások elmaradása	-0,2	Önkormányzati, intézményi többletkiadás	+0,3
<i>Összesített eltérés szélső esetben</i>	<i>-0,4</i>	<i>Összesített eltérés szélső esetben</i>	<i>+0,5</i>
<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>-0,9</b>	<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>0,0</b>

<sup>11</sup> A PM-honlapon nyilvánosságra hozott részletek címe: „A 2004-es költségvetés bevételi és kiadási oldalának részletezése”.

## II-7. táblázat

## A 2004-es keresleti hatás különböző előrejelzéseinek eredménye (a GDP százalékában)

MNB-előrejelzések 2004-re			
	„Szabályalapú” előrejelzés	Szakértői alap-előrejelzés	Különbség százalékpontban*
Keresleti hatás	+0,8	-1,0	-1,8

\* Várható intézkedés a meghirdetett tervek alapján.

nem veszi figyelembe. Ehelyett a korábbi időszak megfigyelhető trendjeiből, a determinációkból és a törvényben már rögzített intézkedésekből (pl. szja-terhek csökkentése) indul ki. Az ennek alapján adódó 0,8%-os keresletbővítés azt mutatja, hogy a költségvetési tervekben foglalt intézkedések valószínűsíthető hatása 1,8% lehet.

A 2004-re szóló májusi előrejelzésünk az akkor rendelkezésre álló részleges ismeretek (jogsabályi információk, determinációk) mellett a központi kormányzat magatartásával kapcsolatos múltbeli tapasztalatainkra épült. Azóta nyilvánosságra kerültek a kormány költségvetési elképzelései, a sarokszámok mellett számos részlettel együtt. Ennek alapján saját makrogazdasági előrejelzéseink és az autonóm fiskális folyamatok becslése segítségével szakértői alap-előrejelzést készítettünk.

A költségvetési tervekből az látszik, hogy jövőre a kiadások GDP-arányosan növekednének, a bevételek bővülése pedig meghaladná ennek mértékét. Ha kiszűrjük az EU-kapcsolatok elszámolása miatti halmozódást, a kiadások a GDP arányában mérve kismértékben csökkennek. Az adóemelések ennek megfelelően nem többletkiadásokat fedeznek, hanem a deficitet mérséklük.

Májusi feltételezésünkkel ellentétben a költségvetési tervek nem a beruházási szint visszafogását javasolják, hanem a 2002–2003-as bevételkiengedés (adócsökkentés) egy részét veszi vissza a költségvetés. A bevételek növelése részben a közvetlen adók (munkajövedelem közterhei), részben a közvetett adók (áfa és jövedéki adó) emelése révén valósulna meg.

A tb-járulék 1%-os emelésének többletterhe mindenhol jelentkezik, ezzel szemben az szja-intézkedések (nyugdíjjárulék adója, adótábla-belenövés, egyéb kedvezmények korlátozása) az adójóváíráson keresztüli kompenzációval az alacsony jövedelmek kategóriákat kevésbé érintik.

Az áfa- és jövedékiadó-változtatás tartalmaz bizonyos adóteher-csökkentést is, de összességében növeli a bevételt. Nagy része a lakossági fogyasztást, illetve a fogyasztói árakat érinti. Egy másik intézkedés (hatása a

GDP 0,1%-a) viszont megszünteti egyes állami támogatások áfalevonhatóságát, így csökkenti az implicit vállalati támogatások értékét.

A GDP-arányos elsődleges kiadás – eltekintve az EU-befizetéstől – a tervek szerint szinten marad, vagy kismértékben csökken. Mindez jelentős szerkezeti átrendeződés mellett valósulhat meg, hiszen számos olyan többletkiadás jelentkezik, amelyeket csak más területek támogatási előirányzatának visszafogásával lehet fedezni. Automatikus többletkiadást jelentenek az EU-támogatások, amelyekhez a költségvetésnek társfinanszírozást és a szükséges intézményfejlesztést is biztosítani kell. A költségvetési tervek ezt nagyjából ellensúlyozzák egyes kiadások tervezési bázisának csökkentése révén (GDP 0,7%-a). A determinációk és prioritások együtt azt eredményezik, hogy a költségvetési tervek szerint a kiadások egy részénél csak kismértékű növekmény lehetséges, vagy éppen nominális csökkentésre lehet szükség.<sup>12</sup> Összességében a bérek és lakossági transzferrek a GDP-nél valamivel lassabban, az infrastrukturális beruházások azt meghaladó mértékben bővülnek.

Szakértői alap-előrejelzésünk három ponton tér el a meghirdetett 2004-es költségvetési tervektől.

- Makrogazdasági előrejelzésünk alapján kisebb adóbevéttel és magasabb nyugdíjindexálással számoltunk.
- Az autonóm fiskális folyamatok tendenciái alapján továbbra is hiányt valószínűsítünk a helyi önkormányzatoknál.
- A meghirdetett tervekben a nem részletezett intézkedéseket (pl. „adóbeszedés hatékonyságának javulása”) figyelmen kívül hagytuk.

Ezenfelül az alap-előrejelzés kockázatai között meg kell még említenünk néhány tényezőt. Először is, a makrogazdasági folyamatok alakulása inkább egy nagyobb keresletszűkítés irányába mutató kockázatot jelent. A meghatározó adóalapok (keresetek, vásárolt fogyasztás) feltételezettnél magasabb 2004-es növekedése ugyanis több bevételt és valamivel több nyugdíjkiadást is jelentene. Amennyiben az adóalapok a prognosztizált mértékben növekednének, de az infláció magasabb, akkor ez az indexálás miatt nagyobb nyugdíjkiadást eredményez.

Másodszor, a 2004-es bevételeket az is befolyásolja, hogy az *idei* adóbevétel első féléves elmaradása tartósan vagy átmenetinek bizonyul-e.

Továbbá, a kiadási oldalon tervezett jelentős átcsoportosítás azzal a kockázattal jár, hogy a kiadások előirányzott visszafogása ténylegesen nem történik meg. Ez tör-

<sup>12</sup> Determináció például az idei béremelés és özevgyi nyugdíj teljes éves hatása, a 13. havi nyugdíj újabb heti részlete és a NATO-kötelezettség. Prioritás pedig például az infrastrukturális beruházások, egyes jóléti intézkedések és a jövő évi béremelés.



ténhet olyan módon, hogy az önkormányzatok és intézmények saját forrásaikat használják fel, esetleg egyes kiadások az államháztartáson kívülre kerülnek. Az előbbi többletkiadás különösen nagy bizonytalanságot jelent, hiszen alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a szokásosnál nagyobb mértékű maradványfelhasználással, és az önkormányzatok deficitje esetében is csökkenést feltételeztünk.

Végül, az alap-előrejelzés a költségvetési tervek javasolt intézkedéseiből indult ki, ezek egy része azonban vitatott, így különösen a 2004-es szja-tábla – jelenleg törvényben szereplő – változásának meghirdetett elhalasztása. Ennek megfelelően a bizonytalanságok között egy fiskális politikai kockázatot is megjelenítettünk. Ha mégsem a júliusban meghirdetett módon alakulna jövőre az szja-terhelés, hanem annál kisebb lenne, akkor az szja-bevétel a költségvetési tervekben feltételezettnél a GDP 0,7%-ával lenne alacsonyabb. Kérdés, hogy ezt ellensúlyozná-e az előirányzott hivatalos deficit szintjén bizonyos, valószínűleg nem a lakosságot érintő intézkedések

- Egyrészt elképzelhető, hogy ettől a keresletszűkítés mértéke nem változna, csak annak szerkezete lenne más. A korábban elfogadott szja-tábla közvetett hatása az lenne, hogy a svájci indexálás (ami a nettó béren alapul) magasabb nyugdíjkiadást jelentene. Ezzel párhuzamosan hasonló nagyságú hatása lenne az adóbevételekre annak, hogy a magasabb lakossági jövedelem magasabb fogyasztást eredményezne. Az szja kiesésének ellensúlyozására feltehetően a beruházások és vállalati transzferek esetében kerülhet sor.
- Másrészt arra is van esély, hogy a fent említett kiadás-megtakarítás csak részben valósul meg, részben ellen-

tételezhetik az autonóm fiskális folyamatok, esetleg a hivatalos deficiten kívüli – kvázifiskális – tételek fog-nak kevésbé csökkenni. Mindez összességében hozzájárul ahhoz, hogy az alap-előrejelzést körülvevő bizonytalanság nem szimmetrikus, hanem inkább a kisebb keresletszűkítés irányába mutat.

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

Az államháztartási bérekre és a létszámra vonatkozó előrejelzésünket az előző Jelentéshez képest módosítjuk. A módosításra egyrészt az időközben beérkezett májusi KSH-adatközlés miatt, másrészt a kormány nyilvánosságra hozott 2004. évi költségvetése bevételi és kiadási oldalának részletes ismeretében kerül sor. 2003-ban a létszámnövekedés előrejelzését 0,2 százalékponttal 1%-ra, az átlagkeresetét 18,6%-ról 17,7%-ra módosítjuk.

A bérek 2003. évi növekedését továbbra is az előző évről áthúzódó közalkalmazotti béremelés, a júliustól érvényes köztisztviselői béremelés, valamint a bírák, ügyészek két lépcsőben megvalósuló béremelése határozza meg. A növekedés előző Jelentésünknel mérsékeltebb ütemét a 2003. évi 13. havi köztisztviselői jutalmak 2004. évi kifizetése indokolja.

Az államháztartás létszáma hosszú évek csökkenése után 2002-ben 1,5%-kal nőtt. A növekedés tavaly szeptembertől gyorsult, s decemberre az előző év hasonló időszakához képest 4,4%-kal volt magasabb. Mindez valószínűsíthetően a közalkalmazotti kör (oktatás, egészségügy) béremelésének hatására következett be, de jelentősen emel-

## II-8. táblázat

### A 2004-es keresleti hatás alap-előrejelzésének bizonytalansága (a GDP százalékában)

Alap-előrejelzés: -1,0% keresleti hatás			
Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	-0,3	Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	+0,1
A fiskális folyamatok (önkormányzat) kisebb ellentételező hatása	-0,1	A fiskális folyamatok (önkormányzat, intézmény) nagyobb ellentételező hatása	+0,6
2003. I. félév adókiesése átmeneti jellegű	-0,2	2003. I. félév adókiesése tartós jellegű	+0,2
Kvázifiskális tételek nagyobb csökkenése	-0,1	Kvázifiskális tételek kisebb csökkenése	+0,4
Deficitet csökkentő olyan intézkedés, amit az alap-előrejelzés nem tartalmaz	-0,7	A tervezett helyett a már elfogadott szja-adótábla valósul meg	+0,7
Együttesen felmerülő maximális kockázat*	-0,9	Együttesen felmerülő maximális kockázat*	+1,3
<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>-1,9</b>	<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>+0,3</b>

\* A kockázatok nem adhatók össze, mert nem függetlenek egymástól.

kedett a létszám a közigazgatásban is. Május végéig a létszám növekedési üteme alig csökkent (3,7%).

A 2004-es bérelőrejelzésünknel a kormány által bejelentett 1%-os létszámleépítést, valamint a publikált tervek részleteit alapul véve mintegy 119 milliárd forint bruttó bérkiadást vettük figyelembe. A tervezet szerint ez az összeg a 2003. évben megvalósuló emelések áthúzódo hatását, valamint a közalkalmazottaknál és rendvédelmi szerveknél végrehajtandó 5%-os nominális béremelést fedezi. 2004-ben így a bruttó bérek 8% körüli nominális növekedését prognosztizáljuk az államháztartásban.

A lakosság pénzbeli juttatásai 2003-ban az előző Jelentéshez képest várhatóan mintegy 1,1 százalékponttal gyorsabban, nominálisan 9,5%-kal nőnek. A módosítást az tette szükségessé, hogy bírósági döntés alapján kifizetik a korábbi években gyesen levőknek járó kiegészítést. 2004-ben nominálisan 7,8%-os növekedéssel számolunk, amelyben a saját makrogazdasági előrejelzéseink alapján számolt nyugdíjmeléssel, a plusz egyheti 13-ik havi nyugdíjkifizetéssel, valamint reálérték-megőrző családtámogatásokkal számolunk.

A tágan értelmezett állami beruházás volumene 2003-ban várhatóan 5%-kal bővül a KSH nemzeti számlák elszámolása alapján. Miközben az államháztartás beruházási kiadásai átmenetileg mérséklődnek, addig ez kevéssé figyelhető meg a teljesítésszemléletű elszámolásban. 2004-ben ezzel szemben az államháztartás beruházási kiadásai ismét nőnek, bár adott évben ez is csak mérsékeltebb hatást gyakorol a KSH beruházási statisztikájának alakulására. A 2004-es volumenbővülés mértéke ebben a szemléletben nagyjából a 8% közelében valószínűsíthető.

### II. 1.3. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS, MEGTAKARÍTÁS ÉS FELHALMOZÁS

A lakossági viselkedést illető előrejelzésünket lényegesen megváltoztattuk a májusi Jelentéshez képest. Miközben az idei évet illetően a vártnál magasabb bérinfláció és alacsonyabb megtakarítási ráta miatt a 2003-as fogyasztási kiadás prognózisunkat megemeltük, addig 2004-re lényegesen kisebb növekedéssel számolunk. Ennek fő oka, hogy – a július közepén meghirdetett 2004-es költségvetési tervekre alapozott – új prognózisunk szerint jövőre magasabb lesz az infláció és erősödik a fiskális politika lakosságot érintő elvonása. Mindeközben a lakáshiteleket érintően bejelentett szabályozási változások és a negatív reáljövedelmi kilátások a lakosság beruházásait is visszavetik 2004-ben.

A háztartások várható viselkedésének vizsgálatát nehézé teszi, hogy a lakosság irányában eddig nem figyeltünk meg ilyen gyors és erőteljes váltást az expanzív és

a megszorító fiskális politika között. Míg 2002-öt rekordszintű jövedelem- és fogyasztásnövekedés jellemezte, amely még a 2003-as folyamatokat is befolyásolja, addig 2004-ben, a nyilvánosságra hozott 2004-es költségvetési tervek alapján jelentősen restriktív válik a fiskális politika a lakosság felé. A háztartások reáljövedelmét 2004-ben a korábban vártnál magasabb infláció is csökkenti, hiszen előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex magasabb lesz, mint a lakosság rendelkezésére álló jövedelem növekedése.

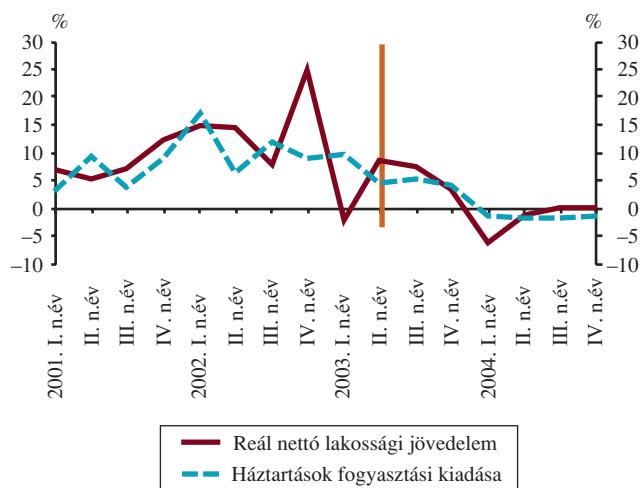
II-9. táblázat

#### A lakossági jövedelem, fogyasztási kiadás és felhalmozás alakulása (éves növekedési ütemek, százalék)

		Reál nettó lakossági jövedelem	Fogyasztási kiadások reálértéke	Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Becslés/tény	12,4	10,2	20-30
2003	Előrejelzés	7,7	7,6	0-5
2004		(-1,6)	1,0	(-5)-0

II-4. ábra

#### A lakossági jövedelem és a fogyasztási kiadás alakulása (évesített éves növekedés, százalék)



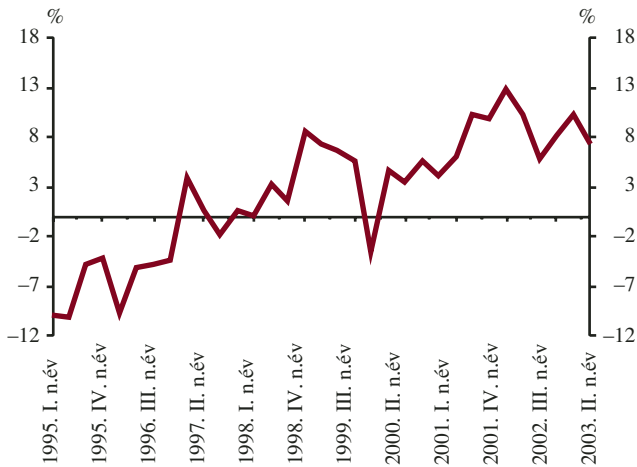
A jövőre vonatkozó bizonytalanságot indikátoraink is alátámasztják. Az újpépjármű-értékesítések tovább emelkedtek 2003 első negyedévében, viszont a kiskereskedelem forgalma a második negyedévben már lassulni látszik, valamint csökkent a lakossági bizalmi index.<sup>13</sup> A GKI lakossági felmérése alapján háztartások az első negyedévhez viszonyítva pesszimistábban látják mind saját, mind az ország jövőbeni helyzetét. Ezen hatások eredőjeként 2003 második negyedévében a fogyasztási kiadások még dinamikus, de lassuló növekedésével számolunk.

<sup>13</sup> Az elemzés lezárásakor a kiskereskedelem forgalma csak májusig elérhető, ezért a hiányzó júniusi adatot statisztikai módszerekkel megbecsültük.

## II-5. ábra

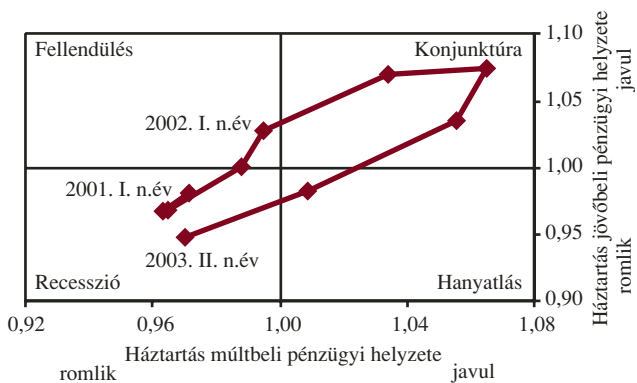
## Kiskereskedelem forgalmának növekedési üteme

(évesített havi növekedés, százalék)



## II-6. ábra

## A lakosság saját helyzetének értékelése a GKI bizalmi index szerint



Forrás: GKI Lakossági felmérés. Az ábrán az indexek trendtől való eltérése szerepel.

2003 egészére vonatkozó prognózisunkat is az említett ellentétes hatások befolyásolják. Egyrészt az első negyedévre vonatkozóan ismertté vált jövedelem és fogyasztás tényadatok magasabbak voltak az általunk vártnál. Másrészt a béralkalmazkodás is lassabb a deflációhoz, mint ahogy azt a korábbi *Jelentés*ben feltételeztük. További jövedelemnövelő tényező az időközben megítélt gyeskiegészítés kifizetése. Mindezekre alapozva a fogyasztási kiadások várhatóan 7,6%-kal bővülnek 2003-ban.

A májusi *Jelentés*hez képest igen jelentős a változás a 2004-es folyamatok megítélésakor. Alapvetően három jelentős hatású új fejlemény várható, amely befolyásolja a háztartások viselkedését: magasabb infláció, az indirekt adók (áfakulcsok, átsorolások, jövedéki adó) változásának árszintemelítő hatása és a tervezett személyijövedelemadó- és tb-járadék-változások.

A forint 2003 közepi leértékelődése következtében, ha feltételezzük, hogy a július havi átlagos árfolyam maradna jellemző előrejelzési horizontunkon, akkor 2004-ben a korábban vártnál magasabb infláció várható. Ehhez járul hozzá a 2004-re tervezett indirekt adórendszerbeli változások árszintemelítő hatása. A gyengeárfolyam-feltételezés valamelyest emelő hatással van bérelőrejelzésünkre is, az indirekt adók okozta árszintemelkedés esetleges tovagyrúzó, másodlagos bér- és árinflációt tartósan emelő hatásait azonban az alap-előrejelzésben nem érvényesítettük. Így a magasabb inflációt nem ellensúlyozza a bérinflációs előrejelzés emelkedése, azaz a bruttó reálbérek 2004-ben a korábbi előrejelzéshez képest várhatóan szerényebben emelkednek majd.

Ehhez járul hozzá a júliusban bejelentett 2004-es szja- és tb-intézkedések nettó béreket visszafogó hatása. A májusi *Jelentés* írásakor ismeretes 2004-es gazdaságpolitika a személyijövedelemadó-terhelés 2004-re törvénybe iktatott csökkentésén keresztül a lakosság irányában expanzív volt. A júliusban bejelentett költségvetési tervek azonban már jelentős kiigazítást tartalmaznak, és jelentős jövedelmet vonnak el a háztartásoktól. A szigorítás következtében becslésünk szerint 3,5 százalékponttal csökken a nettó bérek aránya a bruttó bérekhez viszonyítva. A mérsékeltebb béremelkedés mellett a pénzügyi társadalmi juttatások (nyugdíj, gyes stb.) körében is alacsonyabb növekedésre számítunk. Összességében a háztartások bruttó reáljövedelme (azaz bérek és egyéb forrásból származó jövedelmek összesen) mintegy 2 százalékkal emelkedik 2004-ben, a jövő évi szja júliusban meghirdetettek szerinti alakulása esetén a lakosság nettó reáljövedelme azonban 1,6 százalékkal csökkenhet.

Kérdés, hogy a 2002-ben és 2003-ban jelentkező magas reálbér- és fogyasztásnövekedés után milyen mértékben alkalmazkodnak a háztartások a reáljövedelem várható csökkenéséhez. Feltételezésünk szerint a fogyasztási kiadások meghatározásakor a háztartások figyelembe veszik korábbi fogyasztási színvonalukat (habit formation), azaz csak fokozatosan hajlandóak lemondani a megszokott fogyasztásnövekedésről. Ennek következtében a fogyasztási kiadások várhatóan lassabban alkalmazkodnak a reáljövedelem alakulásához. A fentiek alapján a lakossági fogyasztási kiadások reálértéke várhatóan 1 százalékkal nő 2004-ben, amely a fogyasztási hajlandóság emelkedésével és a megtakarítások további csökkenésével jár.

Egy másik központi kérdés a lakáshitelek alakulása és ehhez kapcsolódóan a lakásberuházások, felhalmozási kiadások változása. A támogatott lakáshitelek idei évi dinamikus növekedése nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy a lakosság nettó finanszírozási képessége 2003 első negyedévében negatívvá vált, és a második negyedévben sem volt jelentősebb emelkedés. Nagy a bizonytalanság azonban, hogy ezt a nagymértékű növekedést a

lakáshitel-támogatási rendszer 2003. júniusban meghirdetett szigorítása következtében előrehozott hitelkérelmek, vagy hosszabb távon is fennmaradó hiteligeny okozta.<sup>14</sup>

A jövőben várhatóan a lakáshitel-keresletet érdemben csökkentheti a felvett lakáshitelek törlesztéséhez kapcsolódó szja-kedvezmény – a júliusban bejelentett 2004-es költségvetési tervek között szereplő – eltörlése. A lakáshitelek drágítása és a negatív reáljövedelmi kilátások összességében mérsékelhetik a háztartások lakásberuházási kedvét. Az említett egyéb tényezők figyelembevételével a korábbi *Jelentés*hez képest alacsonyabb növekedést várunk a lakosság felhalmozási kiadásaiban.<sup>15</sup>

A fogyasztási kiadások előrejelzésének bizonytalansága meglehetősen aszimmetrikus mind 2003-ban, mind 2004-ben, amelynek forrása a háztartások reakciója az expanzív és restriktív fiskális politika éles váltására. Amennyiben a háztartások a 2004-re vonatkozó szigorító intézkedések okán már most visszafogják fogyasztásukat, úgy 2003-ban az előrejelzésünknel alacsonyabb fogyasztás valószínűsége nagyobb.

Mivel a 2004-es fiskális kiigazítás elemei még nincsenek törvénybe iktatva, azok a júliusi bejelentéshez képest akár változhatnak is. Elképzelhető egy alternatív, a lakosság számára kevésbé megszorító fiskális kiigazítás, amely 2004-ben magasabb fogyasztást tesz lehetővé. Ezért számszerűsítettünk egy olyan változatot is, amelyben azt feltételeztük, hogy a lakosságot érintő fiskális szigorítás kisebb mértékű lesz 2004-ben. Ebben a változatban a lakossági reáljövedelem szintje nem csökken, és így a lakossági fogyasztási kiadások reálértékének növekedését mintegy 2,5 százalékra becsüljük.

## II. 1.4. VÁLLALATI BERUHÁZÁS

A vállalati beruházások az első negyedévben a várakozásainkat meghaladóan növekedtek, amely alátámasztja azt a feltételezésünket, miszerint az erősödő konjunktúra a vállalatok beruházási döntéseire is mindinkább pozitívan hat, és a jövőben tartósan növekvő vállalati beruházásokkal számolhatunk. Az első negyedévi bővülés azonban lényegesen magasabb volt, mint amit konjunkturális tényezőkkel magyarázni tudnánk, ezért úgy véljük, előrejelzésünk rövid távú bizonytalansága növekedett.

A beruházások hosszú távú alakulását meghatározó tényezők közül a külső keresletről alkotott képünk nem módosult számottevően az elmúlt negyedévben.

### II-10. táblázat

#### A vállalati beruházás prognóza

(előző év azonos időszakához képest, százalék)

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

Ugyanakkor a javuló vállalati versenyképesség eredményeként 2004-ben némileg kedvezőbb értékesítési kilátásokkal, és így a korábbi prognózisunkat meghaladó beruházási aktivitással számolunk. A hosszú távú előrejelzés bizonytalansága abból ered, hogy a külső konjunkturális várakozások továbbra is igen mérsékeltek, ami gyengítheti a hazai konjunktúra tartós fellendülését.

A feldolgozóipar beruházásai az első negyedévben jelentős mértékben, az előző év azonos időszakához viszonyítva 4,4 százalékkal növekedtek. Ez az adat megerősítette azt a feltételezésünket, miszerint a feldolgozóipari beruházások 2002 második felében túljutottak a konjunkturális ciklus mélypontján, és 2003-ban már ismét a beruházások növekedésével számolhatunk ebben a szektorban.

A növekedés üteme ugyanakkor jóval magasabbnak bizonyult az általunk vártnál, és egy jelentős hányada konjunkturális tényezőkkel nem magyarázható. Bár egyre szaporodnak azok a jelek, amelyek a hazai konjunktúra fellendülését mutatják, sem az értékesítési kilátások, sem az üzleti bizalom nem erősödött olyan mértékben, amely a feldolgozóipari beruházások első negyedévben tapasztalt növekedését megmagyarázná. Ezért úgy véljük, hogy az év eleji kiugró ütemű bővülés részben egyedi hatások eredménye, amely az év során kismértékben korrigálódhat.

Az első negyedévi adat „zajossága” miatt a feldolgozóipari beruházás rövid távú alakulása nehezebben megítélhető. A Kopint-Datorg második negyedévre vonatkozó vállalatikonjunktúra-felmérése a beruházási aktivitás további erősödésére utaló jeleket tartalmaz. A kapacitáskihasználtság az elmúlt negyedévben nagymértékben növekedett, aminek hatására 2001 közepe óta először érte el a 79 százalékos historikus szintjét.<sup>16</sup> Emellett növekedett azon cégek részaránya, amelyek elégtelennek ítélik kapacitásaikat a jövőbeni rendelé-

<sup>14</sup> A hitelfelvevők oldaláról szabályozás változásának lényegi eleme, hogy az egyéb lakáscélokat szolgáló támogatott hitelek felső határa 30 millió forint-ról 15 millió forintra csökkent; illetve a fizetendő kamat maximuma 6%-ra emelkedett.

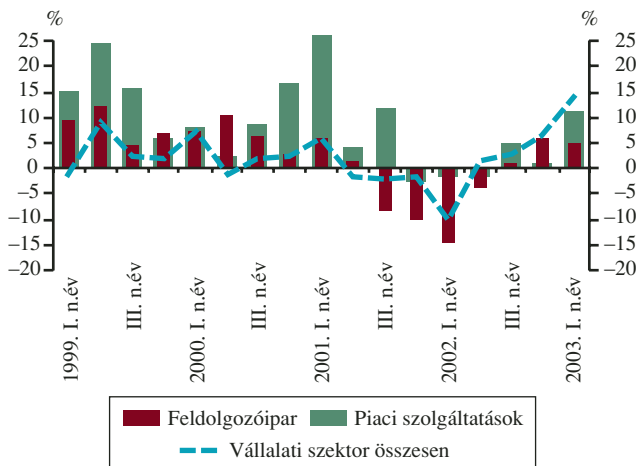
<sup>15</sup> A prognózis elkészítése után publikálta a KSH a második negyedévi lakásépítésekre vonatkozó adatait. A második negyedévben folytatódott a lakásépítési engedélyek számának növekedése, ami alapján a lakásfelhalmozás további növekedést vetíthetjük előre, de valószínű, hogy csak a lakáshitelezés feltételeinek változása miatt emelkedett az engedélyhez folyamodók száma. A lakásberuházások az első félévben csökkenő tendenciát mutattak, ami alapján az ez évi lakossági beruházásokra vonatkozó előrejelzésünk lefelé irányuló kockázata erősödött.

<sup>16</sup> A historikus szint alatt az 1995–2002 közötti átlagos szintet értjük.

## II-7. ábra

## Vállalati beruházások ágazati összetétele

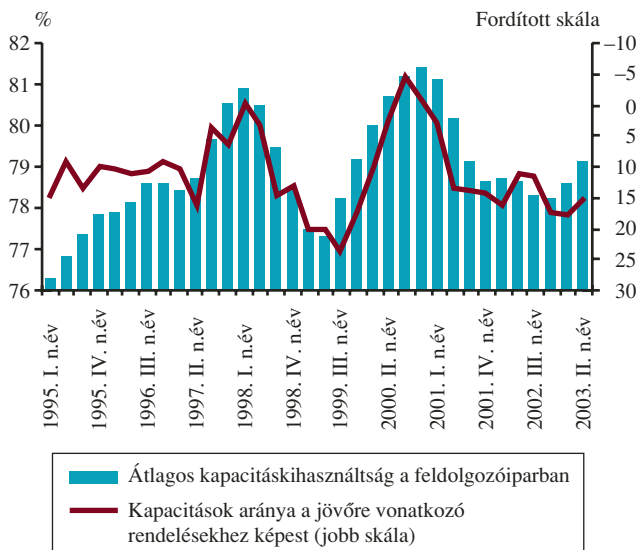
(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



seikhez képest. Ezek a mutatók tehát a konjunktúra erősödését és a szabad termelőkapacitások csökkenését jelzik.

## II-8. ábra

## Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban (KOPINT-felmérés alapján)



Az üzleti bizalom ugyanakkor továbbra is gyenge, és ez fékezheti a feldolgozóipari beruházások gyors felfutását. A Kopint-Datorg felmérése szerint a feldolgozóipari vállalatok várakozásai alig javultak a második negyedévben, a cégek többsége az exportértékesítési kilátásait jobbnak, a termelési kilátásait viszont rosszabbnak ítélte az év elejénél. A felmérésben nem szereplő multinacionális vállalatok számára a hazai helyett valószínűleg fontosabb a nyugat-európai konjunkturális kilátások számbavétele, amelyek továbbra is pesszimista képet mutatnak. A vállalati beruházások tartós fellendülése

szempontjából döntő kérdés, hogy a konjunktúra lassú élénkülése mikor érezteti a hatását a vállalati bizalom erősödésében.

A feldolgozóipari beruházásokat hosszabb távon a külső kereslet, a reálárfolyam és a vállalati jövedelmezőség alakulása együttesen határozza meg. A külső keresletről alkotott képünk nem változott számottevően a májusi Jelentés óta: továbbra is mérsékelt, de egyenletes bővüléssel számolunk (lásd II. 1.1. fejezet). A 2003. júniusi sávveltolásnak és a forint gyengülésének eredményeként a fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam több mint 6 százalékkal értékelődött le az elmúlt időszakban. Várakozásaink szerint, még a nominális forint/euró árfolyam 2003. júliusi, gyengébb szintjét a teljes előrejelzési horizontra kivetítve is, a 2003 közepi nominális leértékelődés versenyképesség-javító hatása várhatóan csak rövid távon érvényesül. A termelési és beruházási költségek – a felhasznált anyagok, energia, beruházási jóságok ára, devizahitelek terhe, illetve munkaerő költsége – gyenge árfolyam melletti fokozott emelkedése ugyanis hosszabb távon elvezethet a reálárfolyam korábbi, felértékeltebb szintjéhez.

A munkapiacra egyelőre további, bár igen lassú reálbér-alkalmazkodással számolunk, ami a munkatényezőn elért jövedelmezőség javulásán keresztül szintén a beruházási aktivitás erősödésének irányában hat. A fenti tényezők figyelembevételével 2003-ra 3,3, 2004-re 6,5 százalékos feldolgozóipari beruházásnövekedéssel számolunk.

A vállalati beruházások 2003 első negyedévében a feldolgozóipart meghaladó mértékben bővültek, amiben a piaci szolgáltatások magas beruházási dinamikája játszott szerepet. Várakozásaink szerint a piaci szolgáltatások beruházásainak növekedési üteme 2003-ban még fennmarad, 2004-ben azonban mérséklődésével számolunk. Bár a piaci szolgáltatások a szimultán külső és belső konjunkturális hatások miatt nehezen modellezhetők, és nem mutatható ki egyértelmű kapcsolat a szektor beruházásai és a fogyasztási kereslet között sem, 2004-re összességében a szektor termelői és beruházási aktivitásának mérséklődését várjuk a csökkenő belső kereslet hatására. Ennek megfelelően az előrejelzésünk szerint 2003-ban a vállalati beruházások még a feldolgozóipari beruházásokat meghaladó mértékben, 3,8 százalékkal, 2004-ben már attól elmaradva, 5,5 százalékkal nőnek (lásd II-9. ábra).

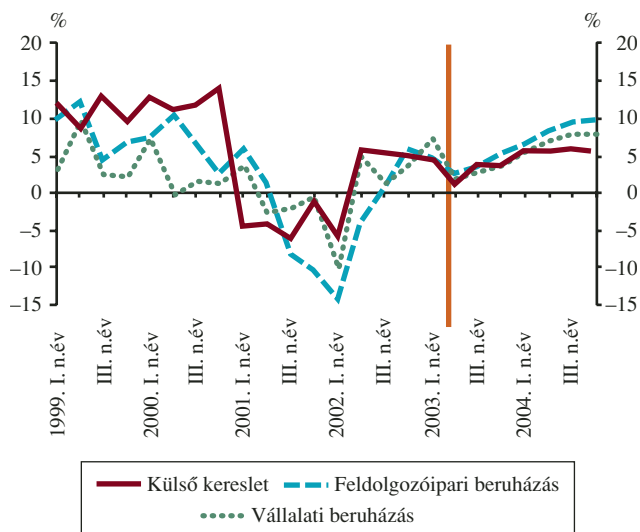
## II. 1.5. KÉSZLETBERUHÁZÁS

2003 első negyedévében a készletek alakulása hosszú idő óta először mutatta a konjunkturális élénkülés jeleit. Az előző Jelentésben már írtunk a nemzetgazdasági készletek növekedéséről. Akkor azonban a feldolgozóipari készletek csak stagnáltak, ezért a készletnövekedést nem a konjunkturális fellendülés jelének, hanem az erős belső keresletnek tulajdonítottuk.

## II-9. ábra

## A vállalati és feldolgozóipari beruházások jövőbeli alakulása

(évesített negyedév/negyedév volumenindexek)

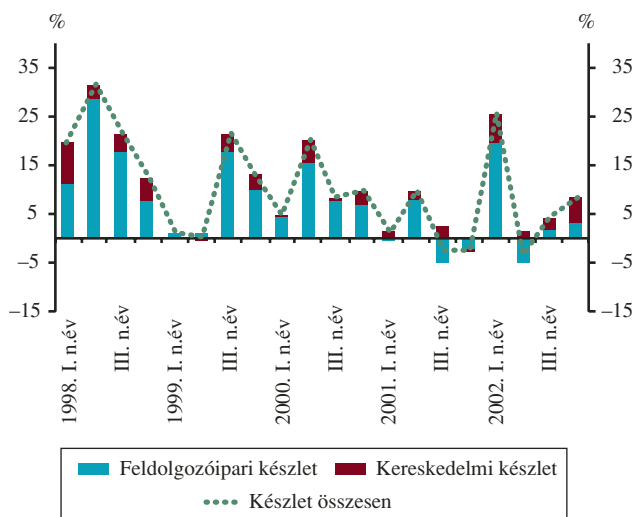


Az idei év első negyedévről rendelkezésre álló adatok azonban jelentősen módosították a múltrol alkotott képünket. A friss információk fényében a feldolgozóipari készletek 2002 közepe óta folyamatosan bővültek, azaz úgy tűnik, a készletciklus is közel háromnegyed éve túljutott mélypontján.

## II-10. ábra

## A nemzetgazdasági készletek növekedési összetevői

(évesített negyedév/negyedév növekedési hozzájárulások)



Mivel az első negyedévben a feldolgozóipari termelés bővülési üteme mérséklődött, első ránézésre nem egyértelmű, hogy a feldolgozóipari készletek növekedése mögött milyen mértékben állnak értékesítési nehézségek, illetve milyen mértékben hozható összefüggésbe

a konjunkturális kilátások javulásával. Ha a feldolgozóipari készleteket részletesebben vizsgáljuk, akkor látható, hogy az első negyedévi bővülés mintegy fele-fele arányban tulajdonítható az input és a késztermékkészletek növekedésének. Ez alapján azt feltételezzük, hogy a feldolgozóipari készletek bővülésében a konjunktúra kedvezőbb megítélése is szerepet játszott.

A kereskedelmi készletek stagnálása megítélésünk szerint a belső kereslet további élénkülésének a jele. Ezt támasztja alá az első félév erőteljes kiskereskedelmi forgalma és a fogyasztás első negyedévi dinamikája is. Ugyanakkor elképzelhető, hogy a romló fogyasztói bizalom hatására a kereskedelmi cégek visszafogták a jövőbeli értékesítésre vonatkozó várakozásaikat, és ennek megfelelően kívánnak készleteik további növelésével. Ez utóbbi, alternatív feltételezésünk a készletadatok jelentős volatilitását figyelembe véve csak további adatpontok beérkezésével támasztható alá.

## II. 1.6. KÜLKERESKEDELEM

A külkereskedelmi folyamatok alakulásában 2003-ban élénkebb exporttal és importtal, míg 2004-ben élénkebb exporttal, de gyengülő dinamikájú importtal számolunk. A jövő évre az importénál magasabb ütemben bővülő export összhangban van a júliusban meghirdetett 2004-es fiskális kiigazítás lakossági keresletre gyakorolt fékező hatásával.

Az áruexport volumene 2003 első negyedévében, és a jelenlegi információk alapján a második negyedévben is enyhe növekedést mutatott. A KSH által publikált euró értékadatok alapján ez meglepetésnek tűnhet, hiszen ezek az adatok a magyar áruexport visszaesésére utalnak. A konjunkturális elemzés szempontjából azonban az export értékadatok többszörös korrekciónak kell alávetni, amelyek közül az egyik legjelentősebb a tavalyi év elejének külkereskedelmi forgalmát jelentősen megnövelő „X-box-hatás” kiszűrése, ami egyszeri relokációs döntés eredménye, a hosszú távú folyamatok megítélése szempontjából azonban nem informatív. A korrekciók elvégzése után az a kép rajzolódik ki, hogy az áruexport folyó áron, euróban számolva enyhe növekedést mutat, és még inkább igaz ez az elemzéseink fókuszában álló változatlan áras (volumen) adat esetében.

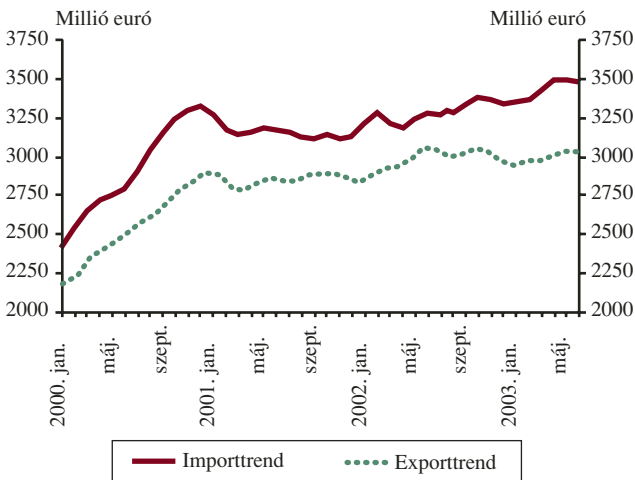
Az elmondottak – valamelyest tompítottabb mértékben – a folyó áras import vonatkozásában is igazak, azzal a különbséggel, hogy az áruimport az elvégzett korrekciók nélkül is növekedést mutat, a korrekciók után viszont a növekedés mértéke még nagyobb.

Az áruexport növekedése összhangot mutat a külső kereslet és az ipar exportértékesítésének alakulásával. Középtávon a külső kereslet pályája nagyjából változatlan, a forint – a gyenge júliusi árfolyam feltételezése mellett – leértékelődése pedig 2004-ig csak csekély mérték-

## II-11. ábra

## Az áruexport és áruimport alakulása folyó áron

(korrigált adatok, millió euróban)



ben növeli a vállalkozások exportértékesítését, mint hogy a reálárfolyam változása eleve tompább a nominális árfolyam megváltozásánál, hatása pedig csak késleltetve jelentkezik. A 2003 eleji magasabb növekedés miatt az áruexportban éves szinten jelentősen magasabb növekedési ütemet várunk, mint májusi előrejelzésünkben. Ezen a bázison 2004-ben a korábbi előrejelzést meghaladó ütemű éves növekedést várunk a nagyjából változatlan dinamika ellenére is.

A szolgáltatásexport, amelyet az alacsony 2002-es bázis miatt már az előző *Jelentésben* is nagyon dinamikusnak prognosztizáltunk, az eddigi információk alapján ugyanakkor jóval gyengébb lesz. Ez főként az idegenforgalmi bevételek alakulását tükrözi. A 2002-ben erős mértékben visszaesett idegenforgalmi bevételek volumenének növekedésére számítottunk idén, de az év eddig eltelt időszakának adatai alapján most már további visszaesséssel számolunk. Ezt pedig nem tudja ellensúlyozni az egyéb szolgáltatások javulása. 2004-ben ugyan már az idegenforgalmi bevételek esetében is növekedést várunk, ám a szolgáltatások egésze az áruexportnál valamelyest alacsonyabb ütemben nő.

A teljes nemzetgazdasági exportban így 2003-ban 4, 2004-ben 7,5 százalékos éves növekedést jelzünk előre, vagyis a korábbi számításainkhoz képest jóval derültebbek vagyunk a hazai vállalkozások külpiaai lehetőségeit illetően.

Az áruimportban az áruexporthoz hasonlóan ugyancsak jóval erősebb volt a 2003 első negyedévi növekedés, mint amit májusban vártunk. Az áruimport növekedési üteme az adott konjunkturális helyzetben valójában különösen magasnak mondható, ami mögött részben a vállalati beruházások élénkülése, a feldolgozóipari készletek növekedése sejthető (lásd II. 1.4–5. fejeze-

tek), másrészt a külső kereslet vártól erőteljesebb 2003 eleji bővülése adhat rá magyarázatot. A 2003 közepi forintleértékelődés, illetve a feltételezett 2003. júliusi gyenge árfolyam, továbbá a fogyasztási keresletet főként 2004-ben visszafogó fiskális intézkedések miatt azonban középtávon az áruimport dinamikájának jelentős fékeződésére számítunk.

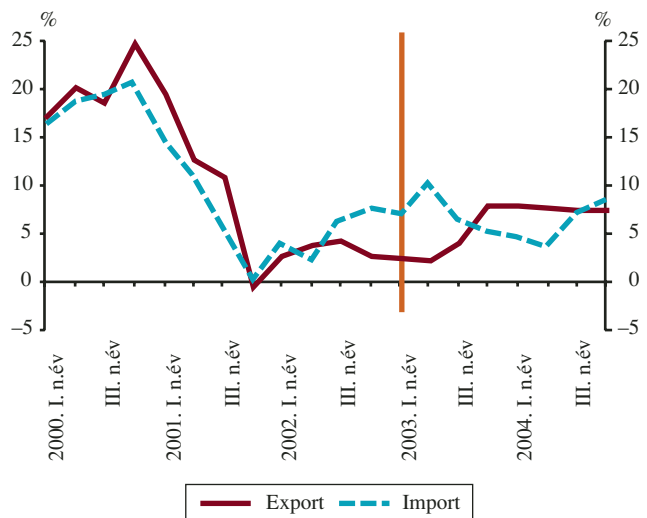
A szolgáltatásimportban továbbra is lassú növekedést várunk az előrejelzési horizonton, ami a belső kereslet lassulása miatt 2004-ben további tompító hatást jelent a teljes nemzetgazdasági import növekedési ütemére. A már tényként kezelhető adatok miatt 2003-ban a teljes nemzetgazdasági import tehát a korábbi előrejelzést jelentősen meghaladóan 7,1, 2004-ben viszont attól jelentősen elmaradóan, mindössze 6 százalékkal nő.

Ezek a folyamatok egyben a 2003-as jelentős külkereskedelmimérleg-romlás után javuló nettó exportra utalnak, azaz a jelentősen lelassuló belső kereslet mellett a gazdasági növekedés motorja 2004-ben ismét az export lehet.

## II-12. ábra

## A nemzetgazdasági export és import alakulása

(előző év azonos időszakához képest)



## II. 1.7. KÜLSŐ EGYENSÚLY

2003-ra a folyó fizetési mérleg hiányát a májusi *Jelentésben* feltételezettnél magasabbra, 4,2 milliárd euróra (a GDP 5,8 százalékára) becsüljük. 2004-re a külső finanszírozási igény csökkenését prognosztizáljuk, de az EU-val kapcsolatos transzferek elszámolásának módszertana miatt a fizetési mérleg hiányát a májusi *Jelentésben* előre jelzethez közel azonos szintre, 4,0 milliárd euróra (a GDP 5,2 százalékára) várjuk.

2003-ban az államháztartás finanszírozási igénye – az előző *Jelentésben* feltételezettnek megfelelően – csökken. A magánszektor finanszírozási képessége korábbi

előrejelzésünknel nagyobb mértékben csökken, és ez eredményezi a külső finanszírozási igény növekedését. Az első félévi adatok alapján a lakosság nettó hitelfelvő pozícióban volt, ezt korábban soha nem tapasztalhattuk. Az első félévben a lakossági fogyasztás magas szintje mellett a lakáshitelek is dinamikus növekedtek. A második félévben már nem számítunk a lakossági fogyasztás és a lakáshitelek igénybevételének gyorsulására. Így előrejelzésünk szerint az év egészére a tavalyinál alacsonyabb, de pozitív nettó megtakarító pozícióra számítunk a háztartásoknál. A vállalati szektor finanszírozási kapacitása is csökken, mert felhalmozásuk a tavalyi alacsony szint után idén már növekszik.

2004-re előrejelzésünk szerint csökken a GDP arányában mért külső finanszírozási igény. Az államháztartás finanszírozási igénye a fiskális keresletszűkítés eredményeképpen mérséklődik. A lakosság rendelkezésre álló jövedelme a fiskális intézkedések hatására csökken. Előrejelzésünk szerint a fogyasztás mérséklődése következtében a háztartások nettó megtakarítása kismértékben emelkedik. A vállalati szektor felhalmozása a külső konjunkturális ciklussal összhangban jövőre tovább növekszik, de becslésünk szerint a vállalkozások továbbra is nettó hitelnyújtó pozícióban maradnak.

Az EU-csatlakozás hatását a külső finanszírozási igény szempontjából semlegesre becsüljük. Számításunk szerint az előző évhez viszonyítva az EU-transzferek, a vármok eltérő elszámolásának hatása és Magyarország befizetései összességében kiegyenlítik egymást. A folyó fizetési mérleg hiányát azonban előzetes becslésünk szerint az EU-elszámolások a GDP mintegy 0,4

százalékával emelik, mert Magyarország befizetései viszonzatlan átutalásként a folyó tételek között szerepelnek, míg a kapott transzferek egy része a tőkemérlegben jelenik meg.

### II-11. táblázat

#### A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási helyzete (a GDP százalékában)

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

\* 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 azonban sorolva egyes olyan vállalatok, amelyek a fiskális keresleti hatás elemzésénél az állami szektor részei.

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



## II. 2. TERMELÉS

A termelési folyamatokat meghatározó feltételek közül a külső keresletben, a reálárfolyam-alakulásban és a fogyasztási keresletben történt olyan változás a korábbi előrejelzésünkhöz képest, amely érdemi hatást gyakorol mostani prognózisunkra. Ezek közül a külső kereslet változása inkább csak a termelés dinamikájának időbeli lefolyását változtatja, s középtávon nem helyezi más szintre a bruttó termelési, illetve hozzáadottérték-pályákat. A versenyképesség és a fogyasztási kereslet előrejelzésének módosulása előrejelzési horizontunkon (2003–2004-ben) azonban jól érzékelhető, bár ellentétes hatásokat fejt ki.

A nominális árfolyam 2003 közepi gyengülése miatt a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam jóval erőteljesebb leértékelődést mutat, mint azt korábban feltételeztük. Feltételezve, hogy a forint nominális árfolyama a 2003. júliusi szinten marad, ez 2004-re, ha kismértékben is, de némi átmeneti versenyképesség-javulásra adhat lehetőséget a feldolgozóiparnak. Ezt ugyanakkor hosszabb távon mérsékli a nominális leértékelődés okozta inflációs hatás, az import drágulása, illetve a devizahitelek megnövekedett terhe; továbbá az, hogy a fiskális politika meghirdetett intézkedései miatt a fogyasztási kereslet a korábban vártnál alacsonyabb lesz.

Utóbbi a piaci szolgáltatásokban keletkező hozzáadott érték növekedési ütemét is erőteljesen mérsékli, amely szintén 2004-ben érződik majd elsődlegesen a számokban. Az építőiparban már az idén jelentősebb lassulás áll be, amely folytatódik a jövő évben is.

A jelenlegi ismereteink szerint a 2001 végére tehető fordulópont óta a hazai feldolgozóipari termelés növekedésnek indult, egy negyedéssel hamarabb, mint a meghatározónak tekinthető német feldolgozóipar. Ennek okairól továbbra is az a sejtésünk, hogy ez elsődlegesen a beruházási célú termékeket exportáló magyar vállalatok (külföldi cégek leányvállalatai) fokozódó aktivitását tükrözi. A konjunktúraciklus felívelő szakaszának kezdetén ugyanis ennek a termékkörnek a forgalma bővül leggyorsabban. Mindazonáltal voltak bizonytalanságok a

### II-12. táblázat

#### A termelés alakulása

(éves átlagos növekedési ütem, százalékban)

	Tény	Előrejelzés	
	2002	2003	2004
Feldolgozóipari bruttó termelés	3,6	3,4	6,6
Feldolgozóipari hozzáadott érték*	0,7	2,3	5,3
Piaci szolgáltatások hozzáadott értéke	4,1	3,9	3,5
Építőipari hozzáadott érték	10,0	6,1	4,0

\* Korrigált idősor.

növekedés tartósságát és várható ütemét illetően, mert a jelentősebb európai bizalmi indexekhez hasonlóan a magyar üzleti bizalom is visszaesést mutatott 2002 második felétől, és ezzel párhuzamosan negyedévről negyedévre visszaesett a növekedés dinamikája a feldolgozóipar bruttó kibocsátásában. Mindez 2003 első negyedévére is áthúzódott, a rendelkezésre álló áprilisi–májusi adatok ugyanakkor a feldolgozóipari termelés újbóli gyorsulását mutatják.<sup>17</sup> Hasonló figyelhető meg a feldolgozóipari termelékenység alakulásában, ahol a növekedési ütem hosszabb mérséklődése ugyancsak 2001 végével fordult ismét bővülésbe, bár ez még mindig elég visszafogott ütemű.

A feldolgozóipari termelés alapvetően a külső kereslet által vezérelt, ugyanis az exportáló cégek jövedelmezőségét az import nagy súlya, illetve euróban denominált devizaadósságuk miatt a leértékelődés rövid távon csak kisebb mértékben befolyásolja. A termelés előrejelzésében inkább a külső keresletpálya enyhébb változása bírt meghatározó jelleggel. Ennek ugyan viszonylag nagyfokú a bizonytalansága (a külső kereslet rövid távú alakulásának megítélése körüli ellentmondásosság miatt), középtávon azonban a feldolgozóipari termelés a korábbi pálya mentén stabilizálódhat. Így 2003-ra a feldolgozóipari bruttó termelés 3,4, 2004-re pedig 6,6 százalékos növekedését várjuk.

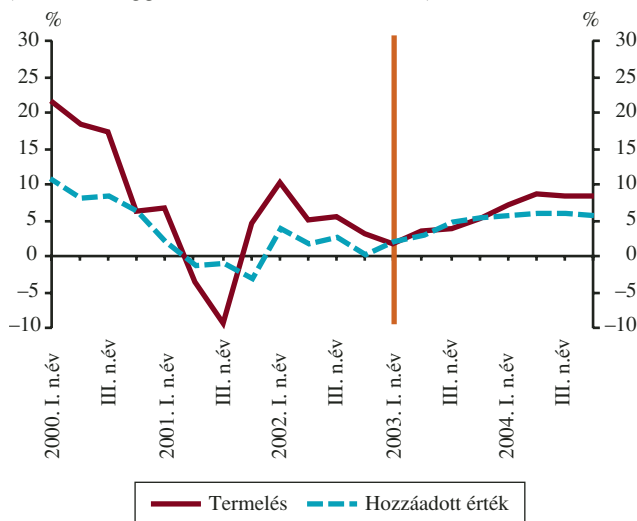
<sup>17</sup> Jelentésünk lezárása előtt kis idővel publikálta a KSH az ipari termelés júniusi előzetes adatát. Bár előrejelzésünk nem a teljes iparra, hanem csak a feldolgozóiparra vonatkozik, ez a szám megerősíti a feldolgozóipar gyorsulását tartalmazó rövid távú előrejelzésünket.

Hasonló a helyzet a feldolgozóipari hozzáadott érték vonatkozásában, azzal a különbséggel, hogy annak eredeti tényadatai 2002 végén olyan magas, 2003 elején pedig olyan alacsony növekedésre utaltak, amit sem a termelés, sem az export, sem a foglalkoztatás adataival nem tudunk összhangba hozni. Így az előző *Jelentésünkben* írtak alapján korrigáltuk a 2002 harmadik és negyedik negyedévi tényadatokat a bruttó termelés idősor segítségével. A jelenlegi előrejelzésünk alapján a feldolgozóipari hozzáadott érték 2003-ban 2,3, 2004-ben 5,3 százalékkal bővül, a korábbi előrejelzésünkhöz képest jelentősebb változásban azonban az adatsor revíziójának is nagy szerepe van.

II-13. ábra

**A feldolgozóipari termelés és hozzáadott érték\* alakulása**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



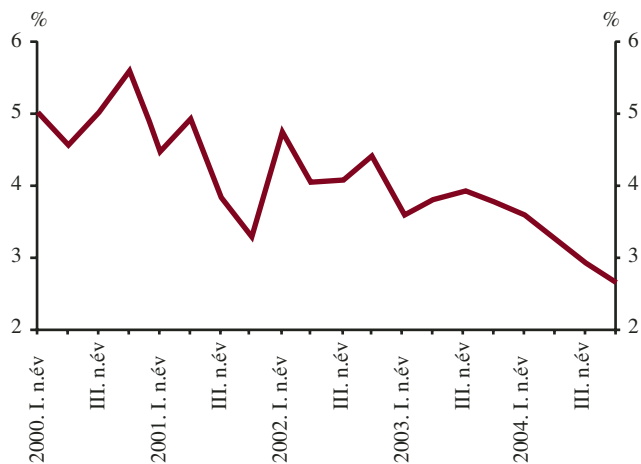
\* 2002 harmadik és negyedik negyedévi tényadatainak korrigálásával.

A piaci szolgáltatásokban keletkezett hozzáadott értéket 2002 folyamán az erős fogyasztási kereslet magasan tartotta. Az élénkülő konjunktúra 2003-ban és 2004-ben a szállítási szolgáltatások bővülésén keresztül serkentőleg hat majd, ennél azonban sokkal lényegesebb hatást fejt ki a forint leértékelődéséből származó nem várt inflációs többlet és a fiskális intézkedések miatt 2004-ben beszűkülő fogyasztási kereslet. Ezek a korábban dinamikus kereskedelmi szolgáltatásokban

komoly csökkenést eredményeznek, így összességében – korábbi prognózisunkhoz képest – 2003 második felétől a piaci szolgáltatások hozzáadott értékében alacsonyabb bővülést várunk. Ennek mértéke 2003-ban 3,9, 2004-ben 3,5 százalék lesz.

II-14. ábra

**A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének alakulása** (évesített negyedéves növekedési ütem)



A 2002 negyedik negyedévi lassulást követően 2003 első negyedévében tovább csökkent az építőipari hozzáadott érték dinamikája (amiben a viszonylag kedvezőtlen időjárási körülményeknek meghatározó szerepe volt). Az állam infrastrukturális fejlesztéseit is tartalmazó egyéb épületek mellett már a lakásépítés növekedési üteme is jelentősen visszaesett. Míg az előbbi körben középtávon fokozatos élénkülésre számítunk, addig a lakásépítés vonatkozásában úgy tűnik, hogy 2003 első negyedévének visszaesése inkább rendhagyónak minősül, s az idén még viszonylag jelentősebb ütemben bővül a lakásépítés. 2004-ben azonban már jóval mérsékeltebb növekedés várható. Az egyéb épületek körében a teljes előrejelzési horizonton lassú fel-futásra számítunk, amint a választási ciklus közepe felé közeledve az állami beruházások mind jelentősebb méreteket öltenek. Új előrejelzésünk 2003-ra az építőipari hozzáadott érték 6,1, 2004-re pedig 4 százalékos bővülését tartalmazza.

### **III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG**



A munkapiaci folyamatok értékelésekor érdeklődésünk középpontjában továbbra is a bérek alacsony inflációhoz való alkalmazkodása áll. Mint azt már több korábbi *Jelentésünkben* is bemutattuk, a termelési növekedését lényegesen meghaladó bérinfláció komoly veszélyt hordoz magában. Abban az esetben ugyanis, ha a bérek nem alkalmazkodnak rugalmasan az alacsonyabb inflációs pályához, a munkaerő relatív drágulására a vállalkozások vagy az eladási árak növelésével, vagy létszámcsökkentéssel kénytelenek reagálni, így a következtlen bérezésnek előbbi esetben inflációgerjesztő, utóbbiban termelés-visszafogó hatásai lehetnek.

Mindennek ellenére az idei második negyedévi adatok alapján tisztán látszik, hogy korábbi feltételezésünkkel ellentétben jelentős béralkalmazkodás még a feldolgozóiparban sem valósult meg, ahol a nemzetközi verseny miatt erősebb alkalmazkodási kényszert feltételeztünk. A defláció ellenére a feldolgozóipar rövid bázisú nominális bérinterjei 2003 első negyedévében gyakorlatilag stagnáltak, második negyedévében pedig enyhén emelkedésnek indultak. Hasonló képet kapunk a piaci szolgáltatások körében, ahol – valószínűleg részben az élénk belföldi kereslet miatt – az év elején magas szinten megrekedt bérinfláció az utóbbi hónapokban tovább emelkedett.

A legfrissebb tényadatok és a korábbi előrejelzésünk közötti jelentős eltéréseken túl prognózisunk módosítását indokolják a konjunktúra alakulására vonatkozó becsléseink változásai is. Az átlagos ledolgozott munkaóra növekedése, összhangban a feldolgozóipari termelési, beruházási és készletadatokkal, egyértelműen a konjunktúra élénkülésére utalnak. A forintárfolyam 2003. közepi leértékelődésének is tulajdonítható egyszeri reálárfolyam-leértékelődésre azonban feltételezésünk szerint a vállalatok bérezésükben éppoly lassan és kevésbé rugalmasan reagálnak, mint – másik irányban – a forint erősödésére a korábbi időszakban.

Centrális pályánkban a korábban felvázoltnál lényegesen lassabb és elhúzódóbb nominális munkapiaci alkalmazkodással számolunk. Az említett konjunkturális változásokat is figyelembe véve bérinfláció-prognózisunkat

a versenyszektor egészére 2003-ban 8,8%-ról 9,3%-ra, 2004-ben pedig 6,5%-ról 8,1%-ra emeltük.

A 2004-re tervezett indirekt adórendszerbeli változások miatt egyszeri árszintemelkedésnek lehet bérinflációs tovaryűrűző hatása is. Ha a munkavállalók, illetve a vállalatok inflációgyorsulásként érzékelik az egyszeri árszintemelkedést, az hozzájárulhat inflációs várakozásaik emelkedéséhez, ami a béremelkedés ütemének tartós gyorsulásával járhat. Ezt előrejelzésünk alappályájában nem vettük figyelembe, hanem a lehetséges inflációnövelő kockázatok között kezeljük.

**III-1. táblázat**

**Összefoglaló munkapiaci mutatók**

(változás az előző évhez képest, százalék)

	Becslés		Előrejelzés		Becslés		Előrejelzés	
	Májusi <i>Jelentés</i>			Aktuális <i>Jelentés</i>				
	2002	2003	2004	2002	2003	2004		
<b>Feldolgozóipar</b>								
Foglalkoztatottság*	(-1,9)	(-1,8)	(-0,6)	(-1,9)	(-1,9)	(-0,1)		
Bérinfláció*	11,8	7,5	5,4	11,6	8,2	7,3		
ULC**	7,6	0,9	-0,1	7,2	2,9	1,7		
<b>Piaci szolgáltatások</b>								
Foglalkoztatottság*	1,6	1,0	0,1	1,5	1,8	0,9		
Bérinfláció*	13,7	9,9	7,4	13,5	10,3	8,8		
ULC**	9,3	6,0	3,6	9,1	7,3	5,8		
<b>Versenyszféra</b>								
Foglalkoztatottság*	(-0,2)	(-0,4)	(-0,2)	(-0,2)	0,0	0,4		
Bérinfláció*	<b>12,8</b>	<b>8,8</b>	<b>6,5</b>	<b>12,6</b>	<b>9,3</b>	<b>8,1</b>		
ULC**	8,2	3,5	1,9	8,0	5,1	3,9		

\* Saját becslés alapján számítjuk a KSH-adatokból (lásd [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#)).

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

A foglalkoztatottság a legfrissebb adatok alapján mindkét ágazatban a korábban megfigyelt trendet követi: a feldolgozóipar hosszabb ideje folyamatos mérséklődés, a szolgáltatásokat pedig csökkenő ütemű növekedés jellemezte. A konjunktúra alakulásáról alkotott képünkkel összhangban az előbbi ágazatban 2004 elejéig továbbra is csökkenő, majd növekedésnek induló foglalkoztatottságot prognosztizálunk, az utóbbiban pedig a foglalkoztatottak számának idén és jövő év első felében tovább csökkenő ütemű növekedésével, 2004 harmadik negyedétől pedig stagnálásával számolunk.

2003 első negyedében a versenyszféra fajlagos munkaköltségeinek növekedési üteme várakozásainknak megfelelően tovább mérséklődött. Ez annak eredménye, hogy míg a munkaerőköltségek emelkedése a korábbi szinten alakult, a termelékenység javulása – különösen a feldolgozóiparban – jelentősnek bizonyult.

Várakozásaink szerint a fajlagos munkaerőköltségek növekedési üteme a bérinfláció csökkenésének és a termelékenység növekedésének eredményeként a jövőben fokozatosan mérséklődik. Előrejelzésünkben 2003-ra 5,1, 2004-re 3,9 százalékos fajlagos munkaerőköltség-növekedéssel számolunk a versenyszférában. Mivel prognózisunk szerint az infláció az elkövetkező időszakban meghaladja a jelenlegit, így összességében a vállalatok munkatényezőn elért jövedelmezőségének folyamatos javulását prognosztizáljuk mind 2003-ban, mind 2004-ben.

A forint júliusi árfolyamának stabilitását feltételezve előrejelzési horizontunkon a feldolgozóipari vállalatok fajlagos munkaerőköltség-alapú versenyképessége idén várhatóan – egyszeri jelleggel – közel 7 százalékkal javul, és jövőre változatlan marad. Az áralapú versenyképesség az infláció gyorsulása miatt idén csak 2 százalékkal javul, 2004-ben pedig közel 5 százalékkal romlik.

### III. 1. A MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA

A munkapiaci mutatók összességében a korábbi tendenciák megfordulására – a munkakereslet élénkülésére és a munkapiaci erőforrások fokozott kihasználtságára – utalnak.

Míg az előző *Jelentés* készítésekor rendelkezésre álló információk még nem utaltak a gazdasági ciklus megfordulására, a munkaerő-felhasználás intenzitását mérő legfrissebb statisztika, vagyis a feldolgozóiparban dolgozó fizikai foglalkozásúak által átlagosan ledolgozott munkaórák száma mára a konjunktúra élénkülését jelzi.

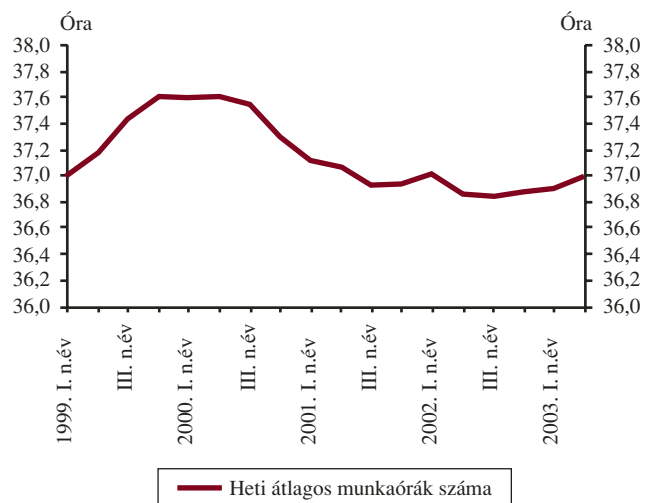
A külső kereslet és a feldolgozóipari termelés alakulásával összhangban, az április–májusi adatok alapján úgy véljük, hogy 2003 elején megtörtént a trendforduló, és a feldolgozóipari átlagos munkaórák a második negyedévben hosszú idő után ismét emelkedésnek indultak.<sup>18</sup> A konjunktúra változása azonban nem egyformán érintett minden ágazatot. A feldolgozóipari átlagos munkaóra-növekedés elsősorban a vegyiparban, a fémalanyag-, fémfeldolgozó iparban, az élelmiszeriparban és – kisebb mértékben – a textiliparban megfigyelhető átlagos munkaóraszám-növekedésnek köszönhető, míg a többi ágazatban – így a már korábban növekedésnek indult gépiparban is – stagnálás vagy csökkenés látszik.

Az elmúlt időszakban a versenyszektor munkaerő-kereslete megközelítőleg várakozásainknak megfelelően alakult. A foglalkoztatás szintje összességében nem változott jelentősen, míg az előző negyedévhez képest hasonló ütemben folytatódott a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások közötti reallokáció.

A feldolgozóiparban dolgozók létszámának 2000 vége óta tartó folyamatos visszaesése és ezzel párhuzamosan a teljes ledolgozott munkaóratömeg csökkenése az idei év második negyedévében is tovább folytatódott. A feldolgozóipar ágazatainak belül a legutóbbi *Jelentés* óta publikált újabb adatok alapján egyedül a fa-, papíriparban foglalkoztatottak számának alakulása tér el jelentősebben az eddig megfigyelt trendtől, mivel a korábbi stagnálást ez év eleje óta itt erőteljes létszám-

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). Májusig tényadatok, a júniusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

bővülés váltotta fel. A textil-, ruházati iparban tovább folytatódik a dinamikus leépítés, a többi ágazat létszámában pedig nem hozott jelentősebb változásokat az elmúlt időszak.

A feldolgozóipari munkaerő-kereslet jövőbeli alakulását számos, az ágazatot közvetlenül és közvetetten is érintő gazdasági változás befolyásolhatja. Elsőként említendő a feldolgozóiparban megfigyelhető ciklikus fel-lendülés. A konjunktúra élénkülésére azonban a vállalatok elsődlegesen a meglévő munkaerő hatékonyabb és intenzívebb kihasználásával, mintsem jelentős létszám-bővítéssel reagálnak. A feldolgozóipari kibocsátás-növekedés gyorsulásának a munkaerő-keresletre gyakorolt hatása feltételezéseink szerint inkább csak 2003 végén–2004 elején válik érezhetővé, a foglalkoztatottságot az elkövetkező hónapokban egyelőre jobban befolyásolja a korábban érvényesülő lassúbb külpia- ci növekedés.

<sup>18</sup> Májusig KSH-tényadatok, a júniusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

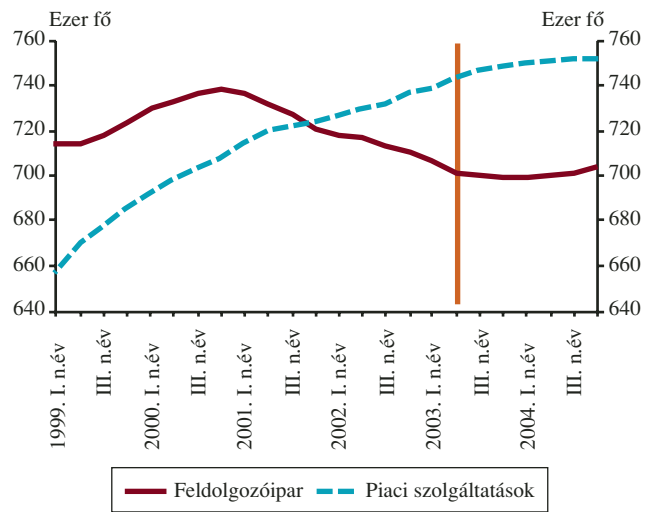
A forintárfolyam 2003 közepi leértékelődése következtében az egyszeri és átmeneti reálárfolyam-leértékelődés gazdasági aktivitásra gyakorolt élénkítő hatása ugyancsak némileg felfelé módosítja korábbi előrejelzéseinket.

Mindezen információk alapján a feldolgozóiparban 2003 végéig továbbra is csökkenő, majd 2004 második negyedétől növekedésnek induló foglalkoztatottságot prognosztizálunk.

A piaci szolgáltatásokat az elmúlt években dinamikus létszámbővülés jellemezte, amelynek üteme várakozásainknak megfelelően fokozatosan csökken. Legfrissebb információink alapján azonban egyelőre nem várjuk a növekedés megtorpanását, mint ahogy azt előző *Jelentésünkben* feltételeztük. A fogyasztási kereslet várható további mérséklődésével összhangban, az ágazatban foglalkoztatottak számának idén és jövő év első felében tovább csökkenő ütemű növekedésével, 2004 harmadik negyedétől pedig stagnálásával számolunk.

III-2. ábra

**A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása és előrejelzése\***



\* Az alapadatok forrása: KSH.



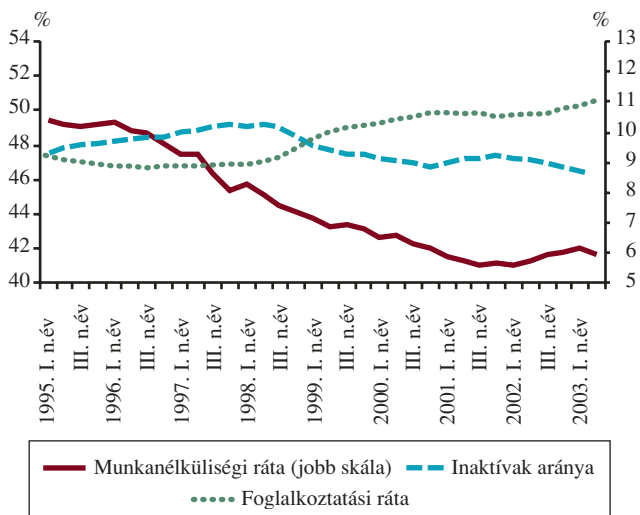
### III. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZÜKÖSSÉG

A gazdaság extenzív bővülése számára elsődleges munkaerő-tartalékok jelentő munkanélküliség mind szintje, mind a gazdaságilag aktív népességre vetített aránya – éveken át tartó csökkenést követően – 2002 eleje óta egészen mostanáig növekedett.<sup>19</sup> A KSH legfrissebb adatai alapján azonban már a növekedés megtorpanni látszik. Hasonló tendenciát mutat a munkaügyi hivatalokban regisztrált munkanélküliek száma is.

A jelenleg legfrissebb adatot jelentő 2003 második negyedévi 6% körüli munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban ugyan nem tekinthető magasnak, a munkaképes korú népesség aktivitási rátája – bár a tavalyi év második negyedéve óta folyamatosan, lassú ütemben nő – továbbra is igen alacsony, ami szintén a munkaerő-tartalékok szűkösségére utal.

III-3. ábra

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

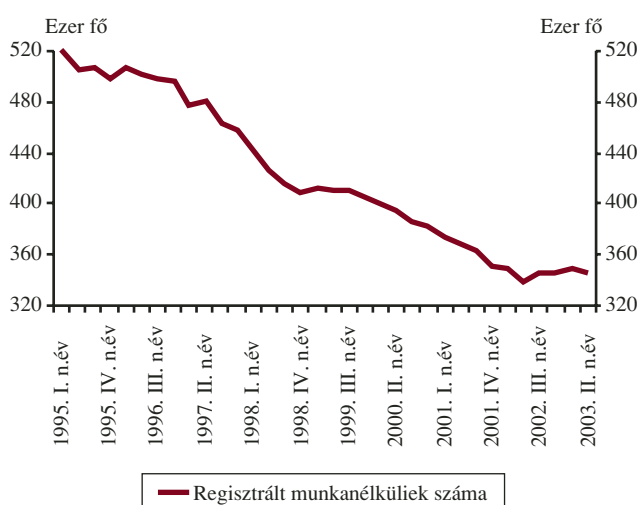


\* A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma 2002 eleje óta jelentős növekedést mutat. Mint azt előző Jelentésünkben is bemutattuk, valószínűsít

III-4. ábra

#### A regisztrált munkanélküliek számának alakulása\*



\* A Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján.

hető, hogy a tervezett elbocsátások számának emelkedése részben a világgazdaságikonjunktúra-lassulás késleltetett hatásának tulajdonítható, de hozzájárulhatott a termelékenységet jóval meghaladó munkaköltség-növekedés is. A legfrissebb, második negyedévi adat azonban az eddig megfigyelt növekedés lassulását, esetleg a tendencia megfordulását vetíti előre. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a mutató szintje összességében nagyon alacsony, ezért érzékenyen reagál egy-egy bejelentésre. A bejelentett üres álláshelyek 2000 eleje óta csökkenő trendje a második negyedévre ugyancsak megtorpanni látszik.

Bár egyetlen negyedév adatai csekély információt jelentenek ahhoz, hogy az eddigi tendenciák megfordulására következtethessünk, mégis minden jel egy irányba mutat: a munkapiac feszességének eddig megfigyelt oldódása megtörni látszik. Figyelembe véve a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak számát, illetve az aktív népesség várható alakulását, az előző Jelentésben leírtakkal ellentétben a jövőben a munkanélküliség to

<sup>19</sup> A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

**III-5. ábra**

**Bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma\***

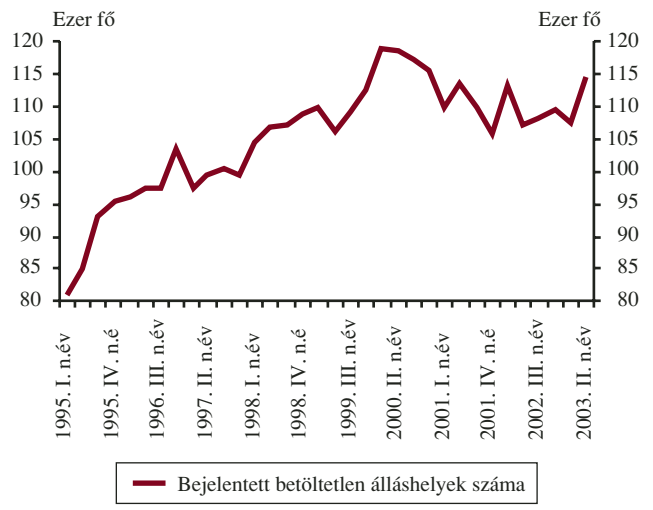


\* Az adott negyedévben beérkezett bejelentésekben érintettek száma (forrás: Foglalkoztatási Hivatal).

vábbi növekedése helyett inkább annak megtorpanását, 2004 végére pedig enyhe csökkenését feltételezzük. Ezzel a munkaerő-tartalékok szintjének emelkedése megállt, és az előrejelzési horizont végére közelebb kerülhetünk a korábbi, szűkösségekkel jellemezhető munkapiaci állapothoz.

**III-6. ábra**

**A bejelentett üres álláshelyek száma\***



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

Mindenek ellenére korábbi prognózisunkhoz hasonlóan a gazdaság aggregált szintjén továbbra is inkább kapacitásfelesleggel, mint szűkösséggel számolunk. Elképzelhetőnek tartjuk ugyanakkor, hogy bizonyos szektorokban, illetve régiókban szűk keresztmetszetek mutatkoznak, ami gyorsító hatást gyakorolhat a bérinflációra is.

### III. 3. BÉRINFLÁCIÓ

Az utóbbi hónapok adatai azt mutatják, hogy a 2002 második felében még csökkenő, majd 2003 elején stagnáló bérinflációs trend a második negyedévben megfordult a versenyszférában: a bérnövekedés ismét némi emelkedésnek indult.<sup>20</sup> Míg a piaci szolgáltatások körében a bérinfláció csökkenésének megtorpanása, majd enyhe növekedése már év elején érezhető volt, addig a feldolgozóiparban a magas második negyedévi béradatok egyértelművé tették, hogy a folyamatokról alkotott korábbi képünkkel ellentétben ebben a szektorban is megrekedt a bérinfláció eddig tapasztalt csökkenése.

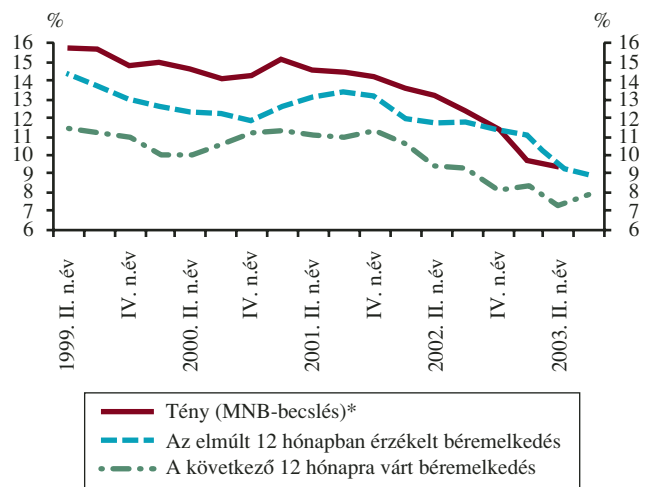
A feldolgozóipari bérinfláció vártnál erőteljesebb ideai növekedése mögött több tényező is meghúzódhat. Egyrészt a második negyedévről rendelkezésre álló termelési, beruházási és készletadatok összhangban egyéb munkapiaci statisztikákkal a vállalati konjunktúra élénkülésére utalnak. A konjunktúra erősödésével növekvő termelés és árbevétel lazább bérpolitikára ösztönözheti a cégeket. A piaci szolgáltatások körében a vállalati konjunktúra erősödése mellett a belső kereslet tartósan magas szintje is hozzájárult a bérinfláció további emelkedéséhez.

A béralkalmazkodás lassulását magyarázhatja az inflációs várakozások növekedése is. A TÁRKI rendelkezésre álló legfrissebb felmérése szerint az alacsonyabb inflációs környezethez várakozásaikban már korábban is csak lassan alkalmazkodó vállalatok 2003 végére és 2004 elejére mind a bérnövekedés, mind az infláció a korábbinál valamelyest ütemesebb emelkedésére számítanak.<sup>21</sup> A feldolgozóipari vállalatok tehát a magasabb eladási árakkal és így valószínűleg magasabb jövedelmezőséggel, ezzel együtt magasabb bérekkel számolnak.

Láthatóan elmaradt tehát a bérinfláció feltételezett további lassulása, vagyis a vállalkozások nominális béralkalmazkodása az alacsonyabb inflációs környezethez a vártnál lassabbnak bizonyult. Korábbi bérprognózisunkat arra a közgazdasági megfontolásra alapoztuk, hogy egy, a béremelkedésnél jóval mérsékeltebb gazdasági növekedés és defláció mellett a munkaerőköltségek jelentős növekedése a vállalati versenyképesség romlá-

III-7. ábra

**Bérnövekedés a TÁRKI vállalati felmérése alapján**  
(változás az előző év azonos időszakához képest)



\* A 2003. II. negyedévi adat a májusig rendelkezésre álló KSH-adatok alapján becslés.

sát eredményezte, mindez jelentősen visszafoghatja a vállalkozások béremelési szándékait.

A közgazdasági elméletre hivatkozva és a vállalkozások részéről racionális bérpolitikát feltételezve továbbra is valószínűsítjük a bérezés igazodását a termelékenységnövekedéshez, a frissen beérkezett adatok fényében új előrejelzésünkben csupán annak dinamikáján módosítunk. Feltételezésünk szerint a jövőben a vállalkozások a konjunktúrafellendülésének és a forintárfolyam leértékelődésének tulajdonítható termelékenyséjük növekedésére, valamint a nettó infláció emelkedésére éppoly lassan és kevésbé rugalmasan reagálnak bérezési magatartásukban, mint a korábbi deflációs időszakban. Így a bérinfláció kezdeti stagnálását, illetve a jelenben megfigyelhető enyhe emelkedését követően a múltban versenyképesség-romlást elszenvedett vállalatok „kiigazítanak”, vagyis a bérek növekedési ütemét az infláció emelkedésének ellenére tovább csökkentik. Ezzel az inf-

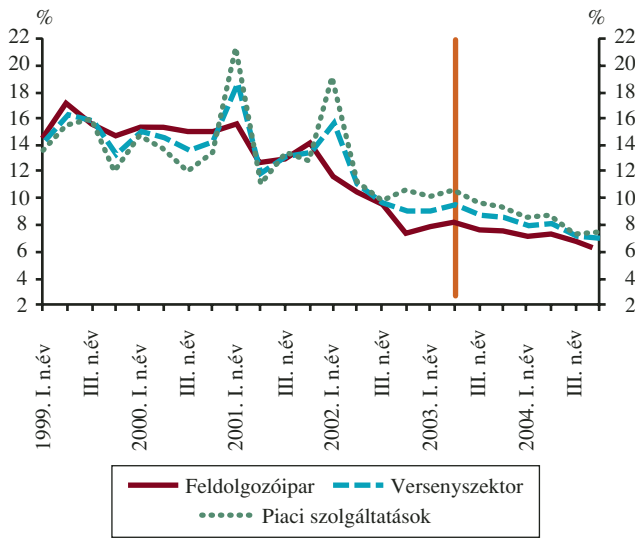
<sup>20</sup> Májusig tényadatok, a júniusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

<sup>21</sup> A TÁRKI Inflációs várakozások felmérése 2002. július

**III-8. ábra**

**A bérinflációs prognózis\***

(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



\* A 2003. májusig rendelkezésre álló tényadatok alapján.

láció növekedését javukra fordítva további versenyképesség-növekedést érnek el.

Ugyancsak fékező hatással lehet a versenyszféra bérnövekedésére az állami szektor béremeléseinek – a költségvetési tervekre alapozott – várható csökkenése. Az utóbbi ágazatban megfigyelhető múltbeli rendkívül magas béremelések „demonstrációs hatása” az elkövetkezendő időszakban várhatóan számottevően mérséklődik. Empirikus kutatások eredményeire támaszkodva meglátásunk szerint a korábnál visszafogottabb állami

béripolitika – valószínűleg inkább csak 2004-től – átgyűrűzhet a versenyszférába is.<sup>22</sup>

Előrejelzésünk készítésekor az imént említett hatások mellett elemeztük a júliusban meghirdetett 2004-es fiskális kiigazítás áttételes hatásait a bérinflációra. A kormány által bejelentett fiskális konszolidáció a jövőben a lakossági fogyasztás jelentős mértékű visszaesését eredményezi, amely visszafoghatja a piaci szolgáltatások növekedési ütemét és ezen keresztül az ágazat bérinflációját. Ugyanakkor az indirekt adók emelésének az inflációs várakozások, valamint ezen keresztül a béremelkedés ütemének esetleges növekedését eredményező árszintnövelő hatását előrejelzésünk készítésekor nem vettük figyelembe. Bérinflációs prognózisunkban ez felfelé irányuló kockázatot jelent.

Mindezen hatásokat figyelembe véve 2003-ban az előző *Jelentésben* szereplő 8,8%-os bérnövekedésünket 9,3%-ra, 2004-ben pedig 6,5%-ról 8,1%-ra emeltük, ami mögött azonban továbbra is a tényleges – negyedév/előző negyedév – béremelkedési ütemek csökkenése áll. A munkapiaci folyamatok mostani különösen nagy bizonytalanságát figyelembe véve az előrejelzés hibaintervalluma jelentősen kiszélesedett. Mind 2003-ban, mind 2004-ben a bizonytalanság egyértelműen egy magasabb bérnövekedés irányába mutat. Magasabb bérnövekedéshez vezethet a vállalatok alacsony inflációhoz való alkalmazkodásának esetleges további lassulása. Ugyancsak magasabb bérinflációt eredményezne, ha a vállalatok az indirekt adók emelésének hatására tovább növelik inflációs várakozásaikat. Az alapelőrejelzésnél alacsonyabb bérinfláció irányába mutató bizonytalanságot jelent viszont, ha a munkanélküliség mégis jelentősen emelkedik.

<sup>22</sup> Palócz, É.–Tóth, I. J.: A 2002. évi bérnövekedés összetevői és a 2003-ban várható béremelések egy vállalati felmérés tükrében, Kopint-Datorg Rt.–MKIK GVI, Budapest, 2003. február (lásd <http://www.gvi.hu/>).

### III. 4. FAJLAGOS MUNKAERŐKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG

2003 első negyedében a versenyszféra fajlagos munkaköltségeinek növekedési üteme várakozásainknak megfelelően tovább mérséklődött. Ez annak volt az eredménye, hogy míg a munkaerőköltségek emelkedése a korábbi szinten alakult, a termelékenység javulása különösen a feldolgozóiparban jelentősnek bizonyult.

Várakozásaink szerint a fajlagos munkaerőköltségek növekedési üteme a jövőben fokozatosan mérséklődik majd, a bérinfláció csökkenése és a termelékenység növekedése eredményeként. Előrejelzésünkben a versenyszférában 2003-ra 5,1, 2004-re 3,9 százalékos fajlagos munkaerőköltség-növekedéssel számolunk. Mivel prognózisunk szerint az infláció az elkövetkező időszakban meghaladja a jelenlegit, így összességében a vállalatok munkatényezőn realizált jövedelmezőségének folyamatos javulását prognosztizáljuk mind 2003-ban, mind 2004-ben.<sup>23</sup>

A nominális árfolyam júniusi gyengülésének hatására a feldolgozóipari reálárfolyam egyszeri jelleggel, de jelentős mértékben leértékelődött. A forint júliusi árfolyamát feltételezve a feldolgozóipari vállalatok fajlagos munkaerőköltség-alapú versenyképessége várhatóan – a 2003. júliusi forintárfolyamot feltételezve – átmeneti jelleggel mintegy 7 százalékkal javul 2003-ban és közel változatlan marad 2004-ben. Az áralapú versenyképesség az infláció gyorsulása miatt idén csak 2 százalékkal javul, 2004-ben pedig már közel 5 százalékkal romlik.

Az elmúlt években a reálbérek növekedése mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében lényegesen meghaladta a termelékenység bővülését. Ennek eredményeként a vállalatok munkaoldali jövedelmezősége feltételezésünk szerint 2001 eleje óta folyamatosan csökkent, ezért a vállalatok fokozott munkapiaci alkalmazkodását prognosztizáltuk. Az elmúlt időszakban ugyanakkor bebizonyosodott, hogy a munkapiacra a vállalatok a vártnál lassabban alkalmazkodnak, ráadásul az elméletileg költségesebbnek vélt módon inkább a létszám csökkentésével, semmint a bérinfláció erőteljesebb visszafogásával.

Az alkalmazkodási kényszer az egyes szektorok között eltérő mértékű volt. A feldolgozóipari vállalatok a külső kereslet alakulásának közvetlen hatása miatt jobban rákényszerültek, mint az élénk belső kereslet által támogatott piaci szolgáltatások körében tevékenykedő cégek. A feldolgozóipari vállalatok a termelés csökkenésére igen gyorsan a létszám leépítésével reagáltak, aminek hatására termelékenységük a válság idején sem csökkent, sőt 2002 elejétől már folyamatosan évi 2,5 százalékkal növekedett. A nominálbérek igazítása az alacsonyabb inflációhoz azonban csak 2002 második felében következett be. Ekkor a feldolgozóipari reálbérek növekedése már jelentősen csökkent, és megközelítette a termelékenység bővülését. Bár 2003 első negyedében a nominális bérezésbeli alkalmazkodás megtorpant (lásd III. 3. fejezet), a feldolgozóipari termelékenység további növekedésének hatására a vállalatok munkaoldali jövedelmezősége már nem romlott számottevően.

A piaci szolgáltatások körében az élénk belső kereslet hatására a kibocsátás növekedése egyenes volt az elmúlt években. Így ebben a szektorban a létszám folyamatos emelkedése ellenére is a feldolgozóiparban tapasztaltnal azonos mértékű termelékenységbővülés valósulhatott meg. A minimálbér-emelések lassították a nominálbérek alkalmazkodását a deflációhoz, és ennek eredményeként a piaci szolgáltatások körében a jövedelmezőség az élénk konjunktúra ellenére sem javult számottevően az elmúlt időszakban.

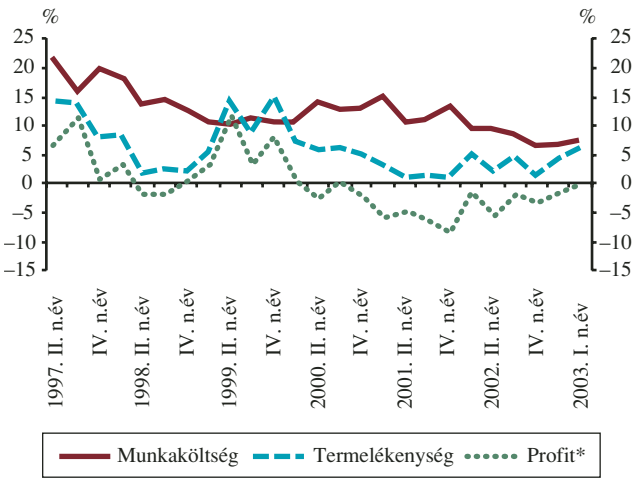
A hazai fajlagos bérköltségek növekedési üteme várakozásaink szerint a jövőben folyamatosan csökken. Ebben részben a termelékenység gyorsuló növekedése, részben a bérinfláció mérséklődése játszik szerepet. A termelékenység javulása a feldolgozóiparban az erősödő konjunktúra hatására következhet be, míg a piaci szolgáltatások körében jelentősen lassuló létszámbővüléssel számolunk. Ennek eredményeként a versenyszférában 2003-ban 3,2, 2004-ben 3,8 százalékos termelékenységbővülést prognosztizálunk. Várakozásaink szerint az előrejelzési horizonton a bérinfláció is mérséklődik majd, így összességében azzal számolunk, hogy a fajlagos bérköltségek bővülési üteme 2004-re 3,9 százalékra mérséklődik.

<sup>23</sup> Hangsúlyozzuk, hogy kizárólag a munkatényezőre vetített jövedelmezőségről beszélünk. Nem egyértelmű ugyanis az egyéb költségtényezők 2004. évi változásainak (pl. regulált árak növekedésének) a vállalati jövedelmezőségre tett hatása, azaz annak megítélése, hogy a vállalatok milyen mértékben lesznek képesek a költségeiket az értékesítési árakban érvényesíteni. Ennek hiányában a vállalatok teljes jövedelmezőségének alakulásáról sem fogalmazhatunk meg hipotéziseket.

**III-9. ábra**

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

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)

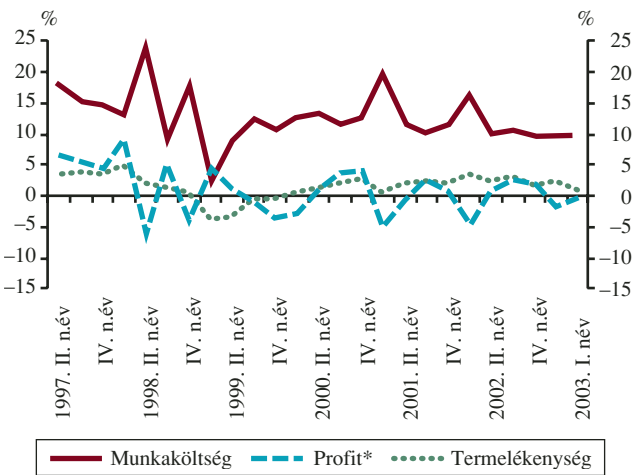


\* A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük (lásd májusi Jelentés). Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza. A 2003. II. negyedéves adathoz a június hónapot statisztikai módszerrel becsültük.

**III-10. ábra**

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

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)

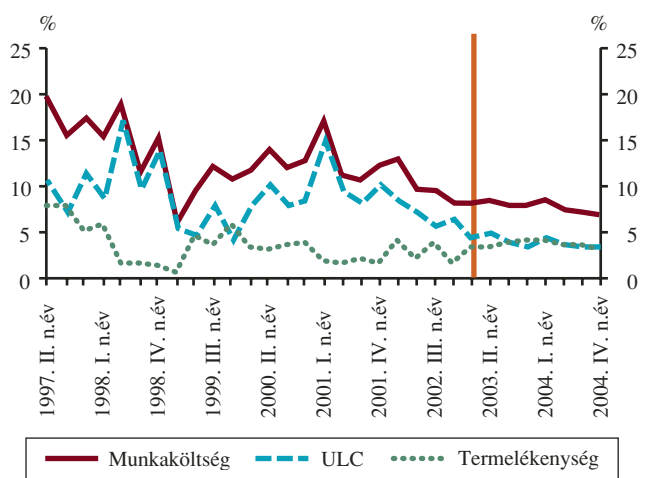


\* A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük (lásd májusi Jelentés). Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza. A 2003. II. negyedéves adathoz a június hónapot statisztikai módszerrel becsültük.

**III-11. ábra**

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

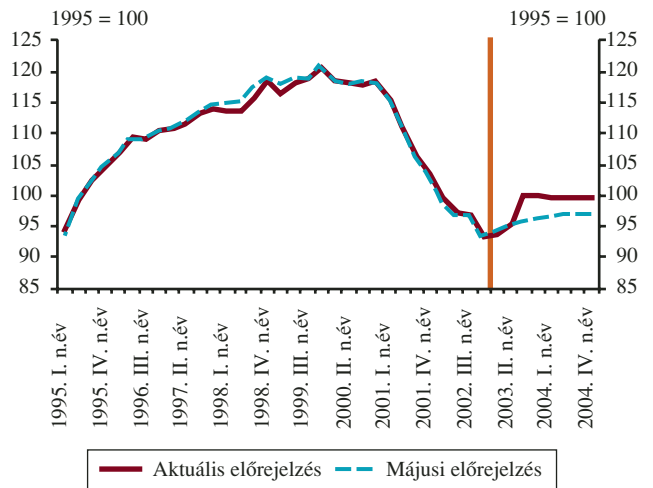
(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



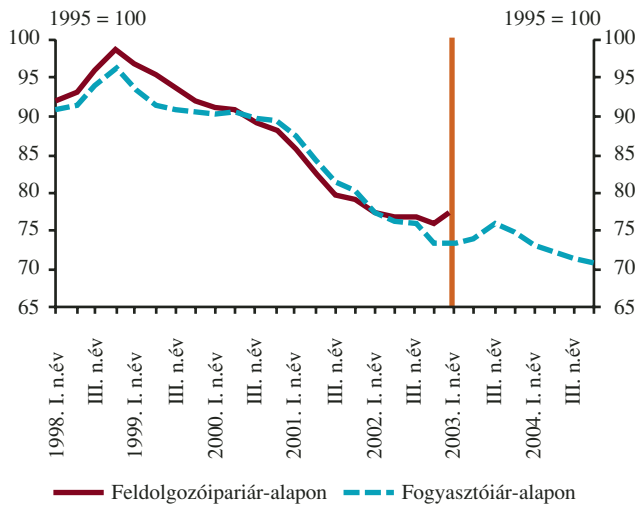
A 2003. júniusi sáveltolásnak és a forint júniusi leértékelődésének hatására a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam egyszeri jelleggel, átmenetileg jelentősen leértékelődött 2003 második negyedévében. (A júliusi nominális árfolyam stabilitását feltételezve ebben az évben közel 7 százalékkal értékelődik le a fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam.)

**III-12. ábra**

**Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam\***



\* A magasabb érték reálleértékelődést jelöl.

**III-13. ábra****Áralapú reáleffektív árfolyam mutatók\***

\* A magasabb érték reáleértékelődést jelöl.

Mivel várakozásaink szerint a hazai fajlagos bérköltségek a külföldiekkel azonos ütemben bővülnek, így 2004-re a reálárfolyam közel szinten maradásával számolunk.

Az áralapú versenyképességünk a közvetlen inflációs hatás miatt ennél kedvezőtlenebb képet mutat, 2003-ra csak 2 százalék körüli javulást, 2004-ben pedig már 5 százalékos versenyképesség-romlást prognosztizálunk. Az előrejelzésünkben tehát azt feltételezzük, hogy a sáveltolás csak rövid távon és korlátozott mértékben javítja a hazai versenyképességet.





## **IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK**

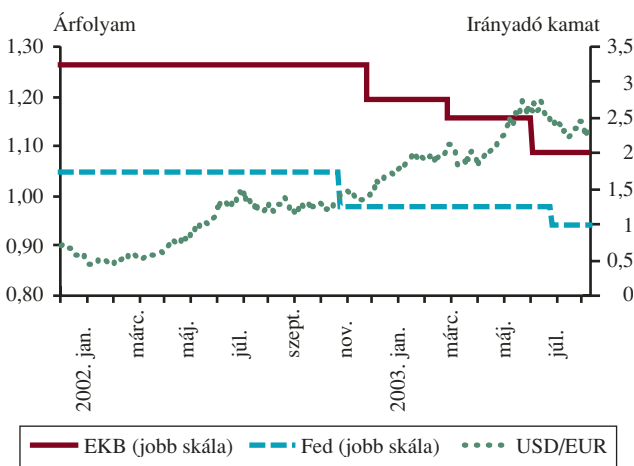


## IV. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

Nyitott tőkepiaccal rendelkező kis gazdaságokban a nemzetközi piaci események és várakozások – a kockáztvállalási hajlandóság és az alternatív befektetések hozamain keresztül – jelentős hatással vannak a befektetők viselkedésére, a tőkeáramlások irányára. A monetáris politikának számolnia kell azzal, hogy a globális pénzügyi folyamatok egyaránt hatással vannak a forint árfolyamára és a hazai hozamokra. Ezért minden *Jelentésünkben* igyekszünk összefoglalni a külső környezetben (elsősorban az euróhozamokban) és a kockázati megítélésben az elmúlt hónapokban beállt és a közeljövőben várható változásokat. Különösen indokolt a nemzetközi környezet alapos elemzése a jelenlegi helyzetben, hiszen a 2003-ra jellemző belföldi megtakarítási pozíciók miatt Magyarország az elmúlt évekhez képest sokkal jobban rászorul a külföldi pénzügyi befektetők forrásaira.

IV-1. ábra

### Fed és EKB irányadó kamatok és dollár-euró árfolyam



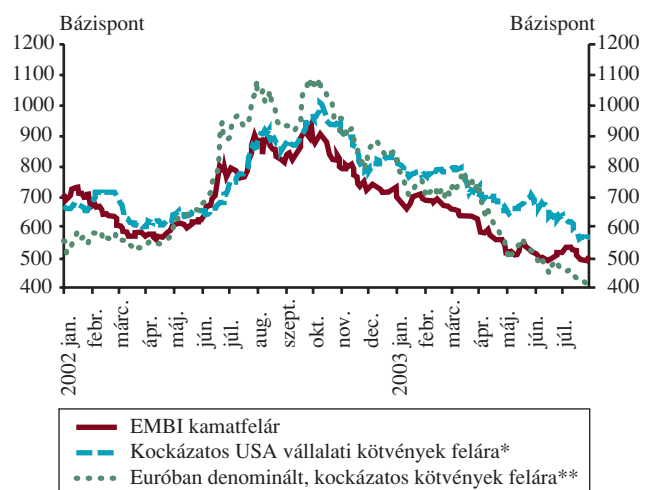
A világgazdaság szempontjából meghatározó amerikai gazdaságban a Fed júniusi kamatsökkentésével újabb történelmi minimumra, 1%-ra mérsékelte az irányadó dollárkamatot. Számos tényező serkentheti 2003 második félévétől az amerikai gazdaság gyorsuló növekedését, ilyennek tekinthető a dollár külkereskedelmi súlyokkal számított 9%-os idei gyengülése, a hosszú hozamok mérséklődése és a tőzsde élénkülése. A kedvező

fejlemények ellenére jelentősek a növekedéssel kapcsolatos kockázatok, a Fed legfrissebb nyilatkozatai nyomán a piacok hosszabb távon is alacsony kamatszinttel számolnak.

A Fed 25 bázispontos kamatsökkentéséhez képest az EKB 50 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatát a nyár elején. Az EKB azonban az euró dollárral szembeni igen jelentős tavaszi erősödése miatt a Fedtől eltérő helyzetbe került. Az erős euró dezinflációs hatása lehetővé tette a fél százalékpontos júniusi kamatsökkentést a középtávú inflációs kockázatok növekedése nélkül. Az eurózónában mindazonáltal nem enyhültek a monetáris kondíciók, hiszen a kamatsökkentés hatását az erősödő árfolyam ellensúlyozta. Az európai kilátásokkal kapcsolatos feszültségek növekedését jelzi, hogy a német kancellár nyilvánosan sürgette az EKB-t a gyengébb euróárfolyam megteremtésére. A piaci szereplők összességében – a hozamgörbéből nyerhető információk alapján – további kamatvágást már nem várnak az EKB részéről az év hátralévő részében.

IV-2. ábra

### Globális kockázati mutatók



\* S&P Speculative Grade Credit Spread (bp).

\*\* MAGGIE - JP Morgan Euro Credit Index High Yield Spread (bp).

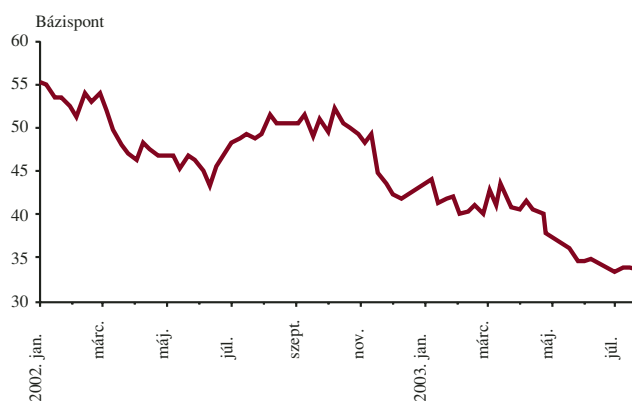
A feltörekvő országok dollárban kibocsátott kötvényeinek hozamfeláraiból számított mutató (EMBI) – amely a

piacok kockázati étvágyát méri – az elmúlt három hónapban összességében alig változott, és az előző évekkel összehasonlítva rendkívül alacsony szinten áll. A nemzetközi piacokon jól követhető összefüggés van a fejlett gazdaságok hozamszintje és a kockázati felárak között. Alacsony dollár- és euróhozamok mellett a befektetők figyelme a magasabb hozamú – és egyben kockázatosabb – befektetések felé irányul, ami a kockázati felárak csökkenését okozza. Ez a folyamat játszódott le a fejlődő országok szuverén kötvényei mellett a kockázatosabb vállalati kötvények esetében is, mind az európai, mind az amerikai piacokon. A kockázati felárakkal kapcsolatos rövid távú kilátásokat jelenleg a fejlett régiók, elsősorban az USA fellendülésére vonatkozó várakozások határozzák meg. Ha gyorsan emelkedni kezdenek a dollár és euró hosszú hozamok, akkor várható, hogy a befektetők preferenciái megváltoznak, és csak magasabb hozamkülönbség mellett lesznek hajlandóak kockázatosabb eszközöket tartani, vagyis emelkedni fognak a kockázati étvágyat mérő mutatók.

A régió megítélésével kapcsolatos hír, hogy a Standard&Poor's júniusban a Lengyelország hitelképességére vonatkozó kilátásokat negatívra módosította. Hasonló lépést tett a Fitch hitelminősítő július közepén, mikor a szuverén magyar adósság kilátásait módosított-

### IV-3. ábra

#### Az euróban kibocsátott magyar államkötvények felárának alakulása

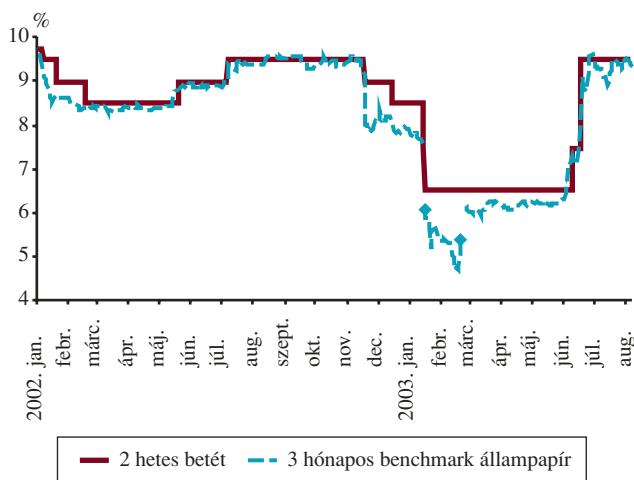


ta negatívra. Az első reakciók szerint a szuverén adósság piaci prémiumát nem növelte meg e döntés. Magyarország nemzetközi megítélése szempontjából kiemelt jelentőségű, hogy az elmúlt hetek gazdaságpolitikai lépései nem okoztak érdemi változást az euróban denominált szuverén adósság piaci megítélésében, némileg csökkent az év első hónapjait jellemző 40 bp körüli prémium.

## IV. 2. RÖVID KAMATOK ÉS ÁRFOLYAM-ALKULÁS

IV-4. ábra

### Az irányadó kamat és a 3 hónapos referenciahozam



2003. január 16. és február 21. között a mennyiségi korlátozás miatt nem a 2 hetes, hanem az O/N betét volt a de facto irányadó instrumentum, amelyen a januári kamatcsökkentés nagyobb mértékű volt. Ezért a 3 hónapos benchmarkhozamok is a 2 hetes betéti kamatot meghaladó mértékben csökkentek. Ezt az időszakot az ábrán a 3 hónapos hozam időszakának megszakításával jeleztük.

Az elmúlt időszakot a forint árfolyamának szokatlanul nagy volatilitása és az árfolyamsáv 2001. májusi kiszélesítése óta nem tapasztalt tartós gyengesége jellemezte. A rövid hozamokat elsősorban az árfolyam gyengülése miatt remélt jegybanki kamatlépésekre vonatkozó várakozások mozgatták. A piaci szereplők által érzékelt bizonytalanság folyamatosan nőtt, és ez jelentősen megemelte a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémiumot. Mindez teljes egészében országspecifikus tényezőknek tulajdonítható, hiszen a nemzetközi kockázati megítélés nem romlott a vizsgált időszakban. Az árfolyamgyengülés előzményei azonban májusnál korábbra nyúlnak vissza. Befektetési banki elemzők már az év elejétől aggodalommal figyelték a folyó fizetési mérleg, valamint a költségvetés hiányának növekvő trendjét.

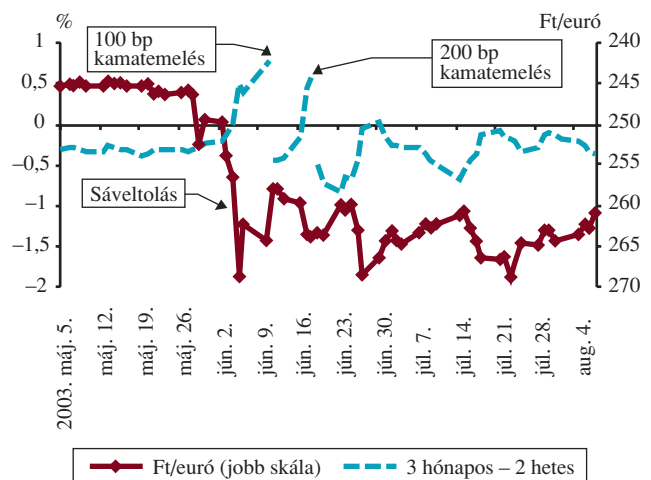
A befektetők által érzékelt bizonytalanság tovább nőtt, amikor az MNB május 26-án lezártan nyilvánította a ja-

nuári támadást követő konszolidációs periódust. Május 29-én a forint árfolyama 2%-ot gyengült, amit néhány nappal később egy újabb gyengülés követett, és ezzel a 255 forint/euró szintre került. A devizapiaci opciók árát kifejező implikált volatilitások jelentősen megnöttek, ami arra utalt, hogy megnőtt a piaci árfolyam-várakozások bizonytalansága.

Június 4-én a kormány és az MNB megállapodott abban, hogy a jegybank hozzájárul a forintlebegtetési sáv 2,26%-kal gyenge irányba történő áthelyezéséhez változatlan sáv szélesség mellett. Ezzel a sáv erős széle 234,7 forint/euró helyett 240 forint/euró lett, ami még nem korlátozza a monetáris politikát, ugyanakkor a kormány megítélése szerint ezzel kiküszöbölhetővé válnak a hazai exportörök versenyképességét veszélyeztető esetleges árfolyamtúllövések. A kormány egyidejűleg elkötelezte magát a 2002-es Előcsatlakozási Programban vázolt költségvetési pálya és a gyors ERM-II-csatlakozás mellett, és ezt egy azonnali költségvetési kiigazítással erősítette meg.

IV-5. ábra

### A forint árfolyama, valamint a 2 hetes kamat és a 3 hónapos állampapír-piaci hozamok különbsége



Az árfolyamsáv áthelyezésének bejelentésére a forint tovább gyengült az euróhoz képest. A nap eleji 257 forint/euró szintről 4%-kal, 268 forint/euró körüli szintre

esett, amit kismértékű korrekció követett. A piaci szereplők a lépést az árfolyam szándékos gyengítéseként fogadták, amely nem összeegyeztethető a jegybank korábbi politikájával és célkitűzéseivel. Az események ilyen értelmezésében valószínűleg nagy szerepe volt annak, hogy két héttel korábban az EU gazdaságpolitikai kérdésekért felelős biztos, Pedro Solbes úgy nyilatkozott, hogy a GMU-hoz csatlakozni kívánó országok árfolyam-stabilitását a korábban elhatározott  $\pm 2,25\%$ -os sávhoz képest fogják értékelni. Ennek fényében a piaci szereplők gondolhatták – egyébként tévesen –, hogy a kormányzat a 282 forint/euró szint körül szeretné látni az ERM-II-centrumot. Az MNB antiinflációs elkötelezettségével nem összeegyeztethető egy ilyen szinten rögzített centrum, hiszen az MNB dezinflációs célja az ERM-II-n belül is fenn fog állni.

Június 5-én már 270 forintot is adtak 1 euróért a bankközi piacon, amikor az MNB és a Pénzügyminisztérium vezetése nyilatkozatban adott hangot azon véleményének, miszerint erősebb árfolyamot látna szívesen. A verbális intervenció hatására 260-265 forint között stabilizálódott az árfolyam, ami még mindig gyengébb volt, mint a nyilatkozatokban preferált tartományként megjelölt 250 körüli, illetve 250-260 forint/eurós szint.

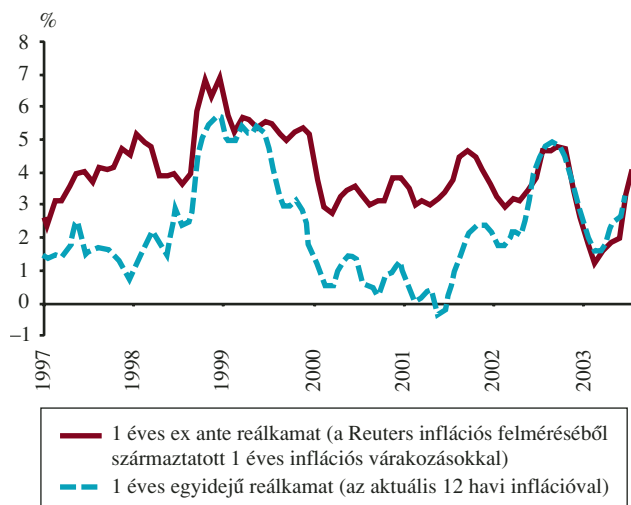
A tartósan gyenge árfolyam miatt júniusban kétszer volt szükség jegybanki kamatemelésre, amivel összesen 300 bázisponttal emelkedett az irányadó kamat. A második, június 19-i 200 bázispontos emelés körülbelül 100 bázisponttal volt magasabb a várakozásoknál, ezért kezdetben a piac gyors (1-2 hónapon belüli) csökkentést várt. Tekintettel arra, hogy a kamatemelések csak átmenetileg erősítették vissza az árfolyamot, a jelenlegi szintet már tartósabbnak ítéli meg a piac.

Az EKB júniusi 0,5 százalékpontos kamatsökkentése miatt az MNB irányadó instrumentuma az áprilisihoz képest 3,5%-kal magasabb, 7,5%-os hozamtöbbletet biztosít jelenleg az EKB irányadó instrumentuma felett. A rövid forinthozamok emelkedése hatásaként az egyéves diszkontkincstárjegyeken elérhető reálhozam több mint 2 százalékponttal nőtt áprilishoz képest. A júliusi 4,1%-os érték a 2000–2002-es évek átlagát (3,6%) kismértékben meghaladja.

A kamatlépések a forintot egyelőre csak stabilizálni tudták, tartós, jelentős mértékű erősödésre még nem került sor. Június utolsó hetében, majd egy átmeneti erősödést követően július közepén ismét 265 forint/eurónál gyengébb szintre került az árfolyam. Utóbbi gyengülés a Fitch hitelminősítő magyar államadóság-besorolási kilátását kedvezőtlenül érintő döntése nyomán kezdődött. Tovább gyengült a forint a kormányfő, a pénzügyminiszter és az MNB elnöke által július 16-án tartott közös sajtótájékoztatót követően, amelyen a kormány bejelentette a 2004-es fiskális konszolidáció tervezett mikéntjét, valamint elkötelezték magukat az euró 2008-as ma-

IV-6. ábra

1 éves reálkamatok

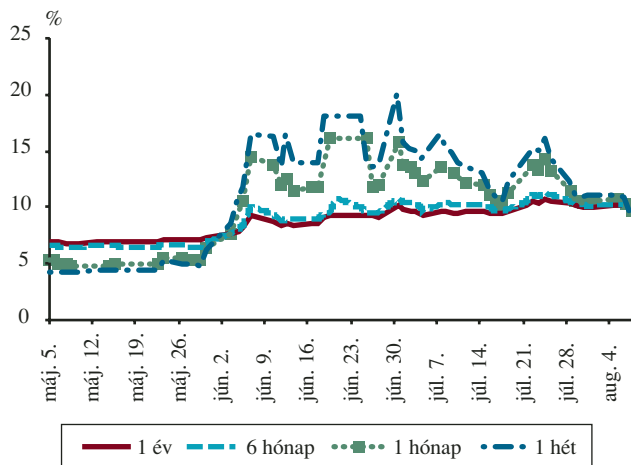


gyarországi bevezetése és az ERM-II árfolyamrendszerbe 2004-ben történő belépés mellett. Az árfolyam változásával összhangban mozogtak a rövid hozamok is: gyengüléskor magasabb, erősödéskor alacsonyabb kamatot árazott be a piac.

A devizapiaci opcióárakban tükröződő árfolyam-bizonytalanság is jelentősen csökkent július első felében (az árfolyam erősödésével párhuzamosan), azonban az újabb gyengülést implikált volatilitások növekedése kísérte. A 12 hónapos implikált volatilitás ezzel ideig legmagasabb szintjét érte el, ami azt mutatja, hogy a bizonytalanság a távolabbi (1 éves) horizontokon is jelentős.

IV-7. ábra

A forint árfolyamára vonatkozó implikált volatilitások alakulása



Az árfolyam-várakozások nagyobb bizonytalanságára, vagyis egy kiszámíthatatlanabb környezetre utal a Reuters makroelemzői felmérése is. A májusi, júniusi, valamint júliusi felmérések között nem csak a várt árfolyam-

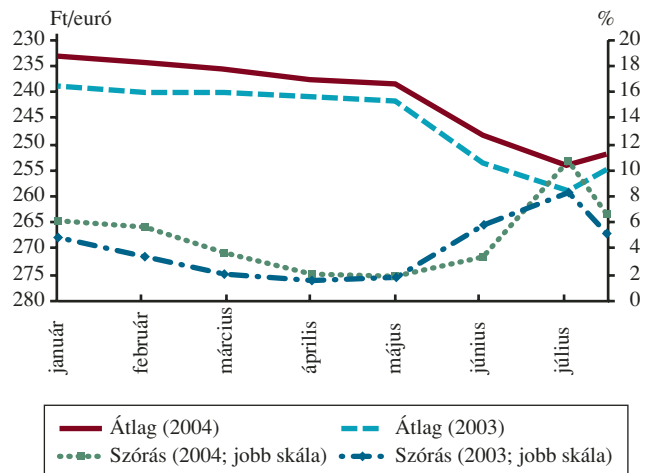
felértékelődés folyamatosan gyengébb szint irányába történő elmozdulása figyelhető meg, hanem a várakozások növekvő szóródása is. Bár ez önmagában még nem feltétlenül jelenti azt, hogy az egyes elemzők bizonytalanok lennének az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozóan, azonban valószínűsíthető, hogy mégis így van.

Az árfolyam-várakozások elmozdulásához és szóródásához – túl azon, hogy a piaci szereplők kiszámíthatatlannak érzik a magyar gazdaságpolitikát – jelentős mértékben járulhat hozzá a Gazdasági és Monetáris Unió előszobájának is nevezett ERM-II árfolyamrendszerbe történő belépésünk közelsége. A csatlakozás ugyanis a monetáris rezsim változásával jár együtt, ami egy új középárfolyam (multilaterális alapon történő) kijelölését jelenti. Az ERM árfolyamrendszerbe korábban belépő országok tapasztalatai azt mutatják, hogy ez a középárfolyam nem eshet távol az aktuális piaci árfolyamtól.

A piaci makroelemzői vélemények rendkívül megosztottak. Olvasható volt olyan elemzés, amely szerint a 250-260-as sávban lesz várható a centrális paritás, de olyan véleménnyel is lehetett találkozni, hogy a jelenlegi sáv marad az ERM-II-ben is. A bizonytalanság várható

#### IV-8. ábra

#### Reuters elemzői árfolyam-várakozások átlaga és szóródása 2003-ban



csökkenésének irányába hat, hogy a kormány és a jegybank sikraszállt egy egyensúlyi (dezinflációs és versenyképességi szempontokat egyaránt figyelembe vevő) szinten történő csatlakozásért.

## IV. 3. TŐKEÁRAMLÁSOK

A tőkeáramlások 2003. április–májusi alakulását ellentétes tendenciák jellemzik. Az első negyedévhez hasonlóan a tavalyi évet jóval meghaladja a folyó fizetési mérleg hiánya. A folyó fizetési mérleg finanszírozásában továbbra is elhanyagolható szerepet játszanak a közvetlen tőkebefektetések, sőt májusban – 2003 első negyedévéhez hasonlóan – ismét nettó kiáramlás volt tapasztalható, amely a magyarországi közvetlen befekte-

tések jelentéktelen szintjének és a hazai vállalatok tőkeexportjának eredőjeként alakult ki.

A 2003. május–júliusi időszakban viszonylag hektikusan alakult a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány, az időszak egészét tekintve összességében 150 Mrd Ft-tal nőtt. A májusi dinamikus növekedést követően az állomány júniusban csaknem 100 milliárd Ft-tal csökkent,

### IV-1. táblázat

#### A forintkereslet és -kínálat devizapiaci összetevői (milliárd forint)\*

	2002				2003		
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	Április	Május
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-117	-176	-70	-306	-207	-145	-75
II. Tőkemérleg	13	15	6	13	-25	0	0
III. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	27	80	19	28	-164	15	-20
IV. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet	60	-62	26	-40	87	-27	-35
1. Vállalatok	25	-70	13	-41	62	-28	-24
2. Háztartások	35	8	13	0	24	1	-11
V. Nettó portfólióbefektetések (1.+2.+3.)	217	11	113	350	295	21	162
1. Állampapír	144	33	236	310	177	38	163
2. Részvény	14	-16	-25	-36	48	6	3
3. Forintbetét	59	-7	-98	76	70	-24	-4
VI. Vállalati devizahitel (1.+2.)	-230	-182	-167	-79	19	27	-19
1. Belföldi	45	55	70	-23	95	4	13
2. Külföldi	-275	-237	-237	-56	-75	23	-31
VII. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	26	119	114	138	45	19	26
VIII. Egyéb	11	125	28	152	92	51	115
<b>IX. Bankrendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete (I. + II. + ... + VIII.)</b>	<b>7</b>	<b>-70</b>	<b>68</b>	<b>256</b>	<b>142</b>	<b>-39</b>	<b>155</b>
X. Bankok mérleg szerinti hosszú forintpozíciójának változása	-7	70	-68	-256	371	-49	-274
<b>XI. Nettó jegybanki intervenció (IX.+X.)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>513</b>	<b>-88</b>	<b>-119</b>

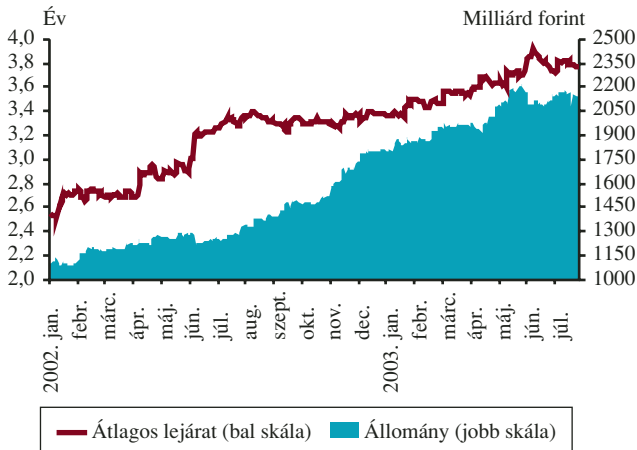
\* A pozitív érték forintkeresletet, a negatív forintkínálatot jelent.



az eladások zöme pedig a sáv eltolását követő 5 napra koncentráldott. Júliusban azonban a befektetők ismét jelentős vásárlásokba kezdtek, így a teljes állomány a hónap végére (2160 Mrd Ft) megközelítette a május végére jellemző szintet.

#### IV-9. ábra

##### Külföldiek állampapír-állománya



Az állampapírok állományának alakulása mellett azonban célszerű figyelembe venni a külföldiek derivatív pozícióit, mindenekelőtt a swapügyleteket is, hiszen azok jelentősen módosítják a külföldiek forintpozícióinak alakulásáról alkotott képet. A swapügylet kötése különböző befektetői stratégiákat takarhat. Egyrészt jelentheti rövid, forint elleni szintetikus határidős spekulatív pozíció vállalását, másrészt pedig az állampapír-állománnyal rendelkező külföldiek részéről az árfolyam-kockázat fedezésének céljából nyitott pozíciót is. Bár e két befektetői stratégia nem különíthető el egymástól, a devizapiacra támasztott kereslet-kínálat tekintetében nincs közöttük különbség.

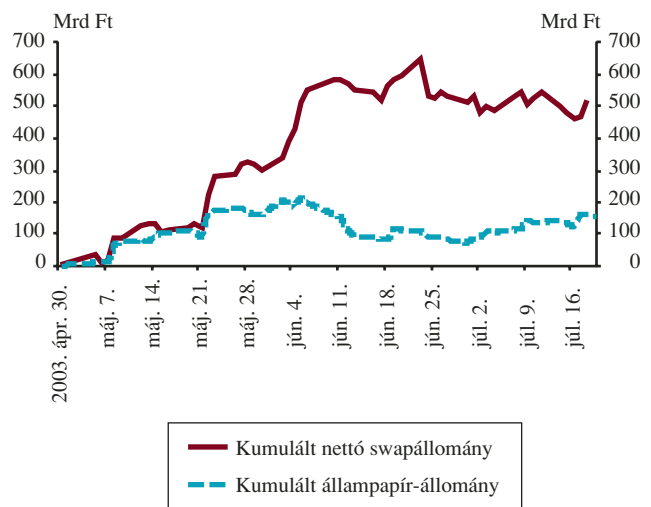
Az állampapír-állomány májusig tartó emelkedését a swapállomány emelkedése kísérte, ami arra utal, hogy a külföldiek kötvényvásárlásaikat swapügyletekkel finan-

szírozták, vagyis nem kívántak árfolyam-pozíciót vállalni. A swapállomány emelkedése május végétől kezdődően – ekkortól kezdett gyengülni az árfolyam is – pedig már meghaladta az állampapír-állományét, ami a meglévő állományok további fedezését, illetve forint elleni spekulatív pozíciók kialakulását mutathatja. A sáv eltolását követően – az állampapírok állományának csökkenésével párhuzamosan – tovább nőtt a swapállomány, ami azt jelezheti, hogy a megnövekedett árfolyam-bizonytalanság miatt – mivel az állományok nagy tömegű eladása csak jelentős árhatással lehetséges – a befektetők egy része az állampapír eladása helyett a swappal történő fedezéssel mérsékelte árfolyam-kockázati kitétszégét.

Május és július között összességében a külföldiek swapállománya több mint 500 milliárd Ft-tal nőtt, ami tehát arra enged következtetni, hogy a külföldi befektetők árfolyamkitétszége az állampapír-állomány növekedése ellenére is jelentősen csökkent az elmúlt három hónapban.

#### IV-10. ábra

##### A külföldiek kumulált swap- és állampapír-állománya (2003. április 30. = 0)

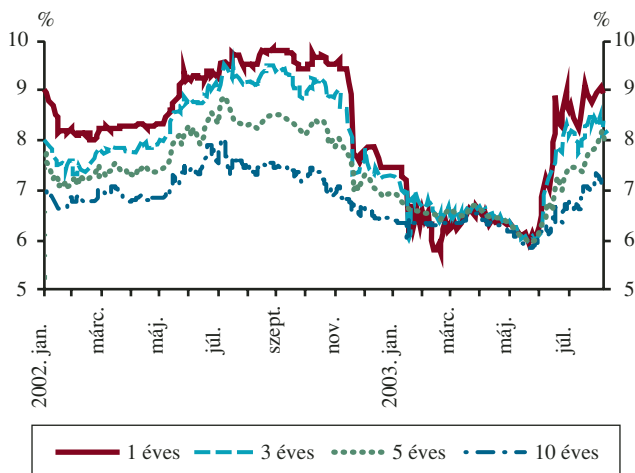


## IV. 4. HOSSZÚ HOZAMOK ÉS INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A 2003 májusa és augusztus eleje közötti időszakban az éven túli hozamok számottevően emelkedtek. A hozamemelkedés mértéke a rövidebb lejáratú szegmenst érintette nagyobb mértékben: az 1-3 éves állampapírok referenciahozama 200-260 bázisponttal, míg az 5-10 éves 100-170 bázisponttal nőtt az elemzett időszakban. Ennek következtében a hozamgörbe alakja is jelentősen átalakult: az év első felében gyakorlatilag vízszintes görbe a – korábbi évekhez hasonlóan – ismét erőteljesen negatív lejtésűvé vált, az 1 éves és a 10 éves benchmarkhozam közötti különbség több mint 200 bázispontra nőtt.

IV-11. ábra

### Állampapír-piaci referenciahozamok

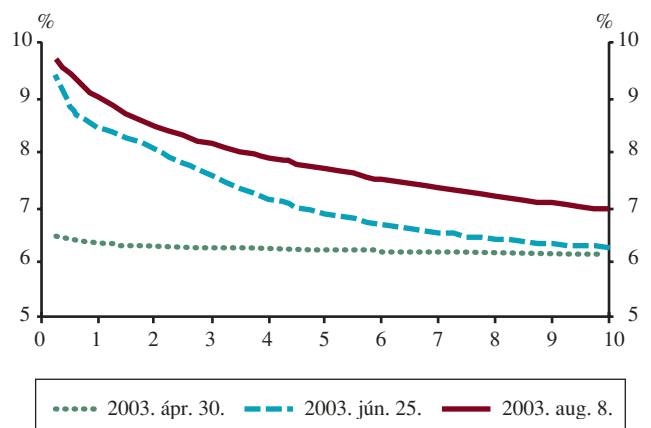


A hozamok változásának hátterében döntő részben az előző alfejezetben ismertetett országspecifikus események, kisebb részben az euróhozamok változásai állnak, a globális kockázati étvágy változása e negyedévben elhanyagolható hatást gyakorolt a hozamgörbére.

Az éven túli hozamok május végéig követték az euróhozamok csökkenését. Május végétől kezdődően azonban a hozamok szorosan együtt mozogtak az forint árfolyamával: a hozamok növekedése az esetek többségében az árfolyam gyengülésével párosult. Mindez arra enged következtetni, hogy a hozamváltozásokat meghatározó részben a külföldi befektetők által

IV-12. ábra

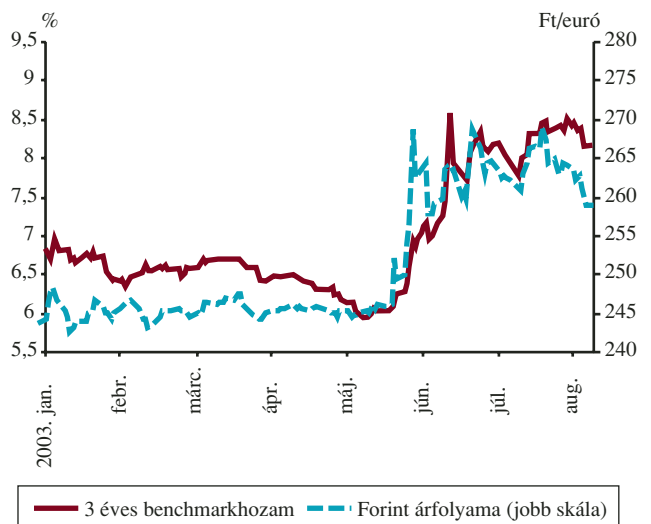
### Zérókupon-hozamgörbék\*



\* Svensson-féle zérókuponbecslés

IV-13. ábra

### A 3 éves benchmarkhozam és a forint árfolyama

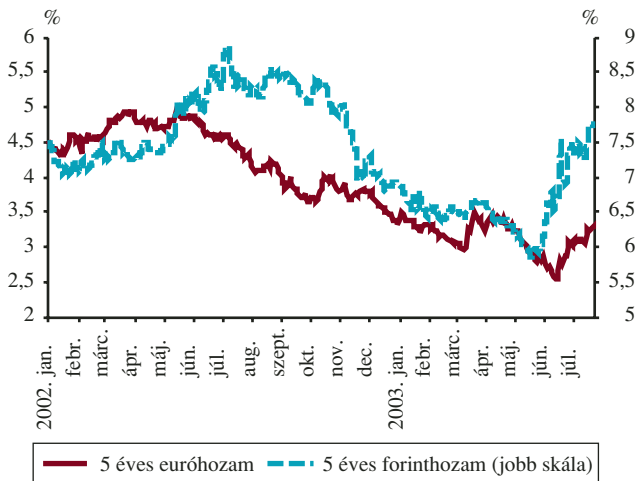


elvárt árfolyam-kockázati prémium változásai és/vagy a várt leértékelődés változásai magyarázzák. A két tényezőt a rendelkezésre álló információk alapján nehéz elkülöníteni. A Reuters felmérése alapján az árfolyam-várakozások szintjének eltolódása mellett megmaradt a várakozások felértékelődő pályája, amelynek alapján

azt vélhetjük, hogy elsősorban a bizonytalanság növekedése jelentette a döntő tényezőt az elvárt hozam növekedésében, amelyhez hozzájárult az euró hosszú hozamok június közepével kezdődő emelkedése is. Érdeemes megjegyezni, hogy az árfolyam volatilitásának növekedése mellett a hozamok volatilitása is jelentősen nőtt az elmúlt hónapokban, ami jól jelzi az általános bizonytalanságot.

#### IV-14. ábra

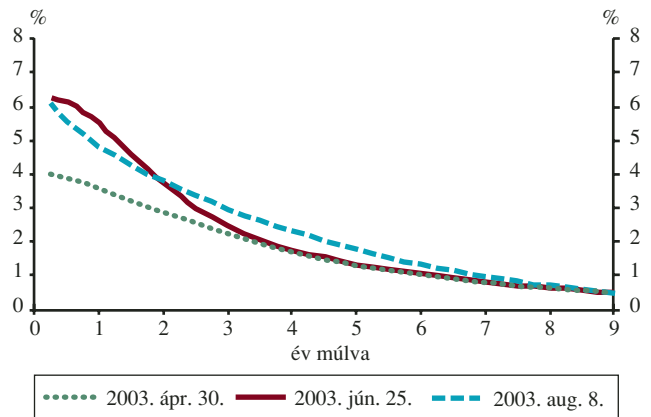
##### 5 éves forint és euró benchmarkhozamok



Az árfolyam alakulását is befolyásoló események azonban eltérően érintették a különböző időhorizontra vonatkozó várakozásokat. A hosszabb távú kamatvárakozásokról, illetve a kamatkonvergenciára vonatkozó várakozásokról a forint-euró implikált forwardkülönbözet pályája nyújt információt. Ennek alapján azt láthatjuk, hogy a hozamok emelkedése mindenekelőtt az öt éven belüli várakozások módosulásának köszönhető, az azon túli horizonon az implikált forwardkülönbözet összességében viszonylag stabil maradt. Az eurózónához történő csatlakozás időpontjára vonatkozó várakozások szempontjából informatív a fix időpontokban kezdődő implikált forwardkülönbözetek alakulása. A 2010-ben kezdődő egyéves forwardkülönbözet július végén nagyjából megegyezett május eleji értékével, ami arra enged következtetni, hogy a pénzpiacokon eluralkodó bizonytalanság ellenére a hosszú távú várakozások nem romlottak. A 2008-ra vonatkozó hozamdifferencia július közepéig – az intervenciós sáv eltolását követő átmeneti emelkedéstől eltekintve – szintén nem mutatott emelkedést, a GMU-csatlakozási menetrend és a jövő évi költségvetési tervek július 16-i bejelentését követő napokban azonban mintegy 45 bázispontot emelkedett, ami a 2008-as csatlakozási dátum megnövekedett bizonytalanságát tükrözheti. Érdeemes megemlíteni, hogy a 2008-ban kezdődő hozamkülönbözet szintje – mintegy 200 bázispont – az elmúlt másfél év viszonylatában rendkívül magasnak mondható, augusztus elején csaknem 100 bázisponttal haladta meg a 2002 végére jellemző értéket.

#### IV-15. ábra

##### Egy éves forint-euró implikált forwardkülönbözet\*



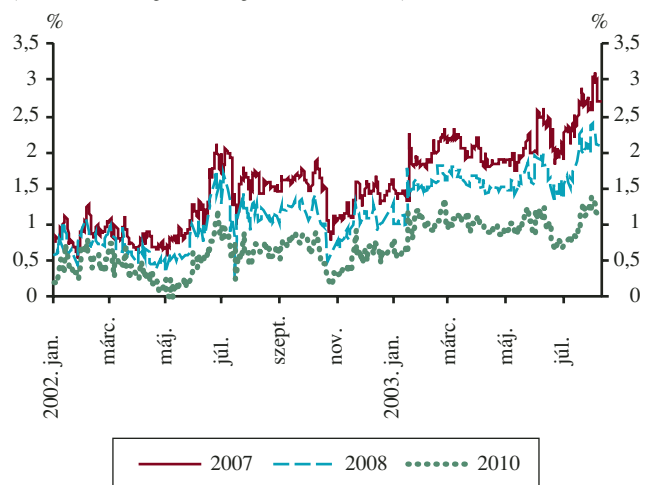
\* Svensson-féle zérókuponbecslés

Az euró bevezetésére vonatkozó várakozásokról képet kaphatunk a Reuters felméréséből is. Ennek alapján július közepéig nem változott számottevően a GMU-csatlakozás várt időpontja: a makroelemzők továbbra is 2008–2009-re prognosztizálják az euróövezethez történő csatlakozást, ami azonban csaknem egy évvel későbbi dátumot jelent a januári várakozásokhoz képest. A Reuters felmérése egybecseng a forwardkülönbözetek alakulásából kiolvasható várakozásokkal, hiszen a 2008-ra vonatkozó hozamkülönbözet növekedése csak július második feléhez köthető. A Reuters felméréssel kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy az euró bevezetésének időpontjára a poll többi kérdéséhez viszonyítva jóval kevesebb, 6-8 elemző ad előrejelzést (zömmel hazai makroelemzők).

#### IV-16. ábra

##### 1 éves implikált forwardkülönbözetek

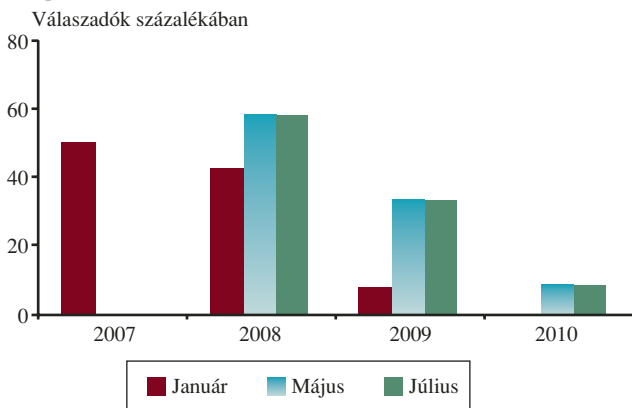
(az adott évek január 1-jével kezdődően)



Az inflációs várakozások alakulásáról a Reuters felmérése nyújt információt. A makroelemzői várakozások

IV-17. ábra

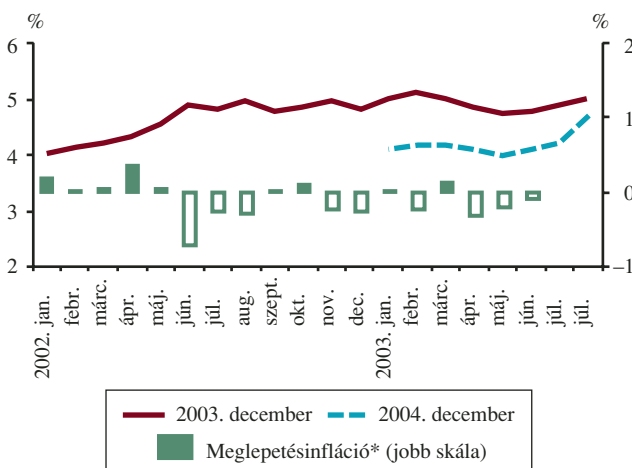
**A legvalószínűbbnek tartott GMÜ-csatlakozási időpontok eloszlása (Reuters-felmérés)**



2003 decemberére vonatkozóan összességében nem változtak az áprilisi felmérés óta, az előrejelzések átlaga július végén 5% volt.<sup>24</sup> A jövő év végére várt infláció azonban jelentős mértékben, mintegy 60 bázisponttal nőtt, így 2004 decemberére az elemzők átlagosan 4,7%-os inflációt vártak július végén. A növekedés jelentős része július közepe és vége között következett be, ami a július 16-án bejelentett indirekt adóváltozások és hatósági áremelések inflációra gyakorolt hatását tükrözi. Összességében azonban a májusi felmérés óta bekövetkezett eseményeknek, mindenekelött az árfolyam gyengülésének és a bejelentett indirekt adóváltozásoknak a jövő év végére várt inflációra gyakorolt hatása viszonylag mérsékelt maradt.

IV-18. ábra

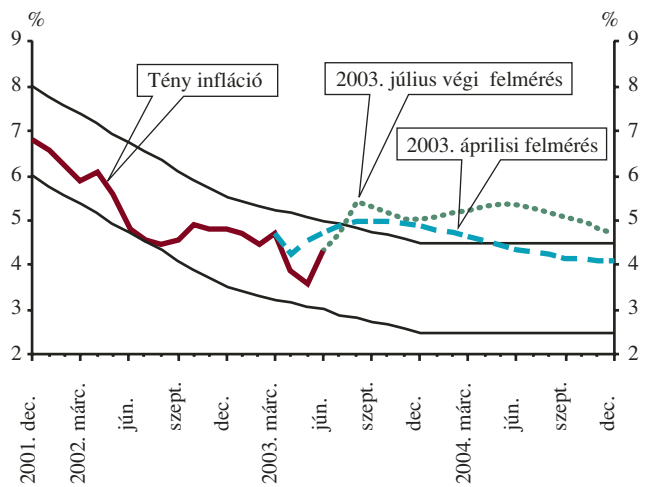
**Makroelemzői inflációs várakozások alakulása**



\* A KSH által publikált tényadat és a várakozások különbsége.

IV-19. ábra

**Makroelemzői inflációs várakozások alakulása és a célsáv\***



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

<sup>24</sup> A Reuters rendhagyó módon, két héttel a július közepi felmérés után időközi felmérést készített július 30-án. Ennek az az oka, hogy a júliusi poll közvetlenül az eurócsatlakozási menetrend és a 2004-es költségvetési tervek július 16-i bejelentését megelőzően készült, így nem tartalmazta a bejelentések, illetve az azt követő piaci reakciók hatását az egyes változókra.

## **V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK**



## V. 1. MILYEN INFLÁCIÓS HATÁSA LEHET AZ INDIREKT ADÓK MEGHIRDETETT VÁLTOZÁSAINAK?

A 2004-re nyilvánosságra hozott költségvetési tervek szerint az indirekt adók rendszere 2004. január 1-jétől jelentősen megváltozik.<sup>25</sup> Az áfa eddigi 25%-os normál kulcsa 23%-ra csökken, ellenben a kedvezményes 12%-ról 15%-ra, a 0%-os pedig 5%-ra nő. Ezzel párhuzamosan a háztartási energia (kivéve a vezetékes gázt) és a személyszállítási szolgáltatások a kedvezményes kulcsból a magasabb normál kulcs alá kerülnek átsorolásra, míg a könyv a kedvezményes kulcsból a legalacsonyabb kategóriába. A költségvetési tervek szerint emellett az egészség- és környezetkárosító termékekre kivetett jövedéki adó emelése ellentételezi az ezen termékeket érintő áfamérték-csökkenésből adódó költségvetési bevételekiesést.<sup>26</sup>

Amióta Magyarországon inflációs célkitűzés rendszere működik, nem volt akkora változás az indirekt adórendszerben, mint amekkora a költségvetési tervek szerint a jövő évben megvalósul. Ilyen mértékű adóváltozásnak jelentős egyszeri árszintemelő hatása lehet. Mivel a kormányzati adóintézkedések nem a gazdaság kereslet-kínálati viszonyain alapulnak, ezért az adórendszerbeli lépések elfedik az általános inflációs folyamatokat. Ezért elemzési célra, illetve a monetáris politikai döntéshozatal támogatására célszerű olyan inflációs mutatót számolni, amely a fogyasztói árindexet megtisztítja az indirekt adóváltozások egyszeri hatásától. Erre kétféle megoldás is kínálkozik.

Egyrészt meghatározható, hogy mekkora lenne az infláció, ha egyáltalán nem valósulnának meg a meghirdetett indirekt adóváltozások. Az ilyen módon számított indexek közvetlenül összehasonlíthatók a májusi *Jelentésben* szereplő előrejelzésünkkel. Ezt a módszertant követve, azaz amennyiben eltekintünk a bejelentett indirekt adóintézkedések hatásától, a 2004 decemberére vonatkozó augusztusi előrejelzésünk 4,4%-os inflációt mutatna. Ez az index 0,5 százalékponttal haladja meg a

májusi prognózisban szereplő értéket. Az eltérésben a gyengébb forintárfolyam-feltevés és a magasabb bérinflációs előrejelzés játssza a főszerepet.

Másrészt viszont az indirekt adók megváltozása hatással lehet a vállalatok profitrátájára is. Egyes szektorokban az indirekt adók növekedésének a fogyasztókra való teljes áthárítása akadályba ütközhet. Azaz az adóváltozás által indokoltnál mérsékeltebb bruttó áremelést a nettó értékesítési ár csökkenése teheti lehetővé. Ugyanakkor más gazdasági szereplők számára az indirekt adócsökkenés a nettó árak emelésén keresztül alkalmat teremthet a jövedelmezőség növelésére. Ilyen módon az indirekt adókban bekövetkező változásoknak az egyszeri árszintemelő hatáson túl közvetett hatása is kibontakozhat, amely a gazdasági szereplők várakozásaitól, a kereslet/kínálat alakulásától függ. Mindazonáltal a vállalatok nettó árakra vonatkozó döntései az általános inflációs folyamatok részét képezik. Ezért indokolt olyan elemzési célú nettó inflációs mutató számítása, amely megtisztított az indirekt adóváltozások közvetlen hatásától, de tartalmazza a gazdasági szereplők arra adott reakciójából eredő közvetett hatásokat.<sup>27</sup> Ilyen módon – amint azt a következőkben részletesen is kifejtjük – 2004 decemberére 4,8%-os infláció adódik.

Mielőtt azonban a közvetlen és a közvetett hatásokat számszerűsítanénk, azok megalapozásához röviden összefoglaljuk a releváns közgazdasági elméletet, és megemlítünk néhány nemzetközi példát.

### Általános elméleti megközelítés

Vegyünk alapul egy egyszerű, statikus, stilizált makromodellt. Ha az árupiaci egyensúlyt a bruttó árra írjuk fel, akkor egy áfaemelés hatására a (hazai) kínálati görbe balra tolódik el: ugyanazért a bruttó árért kevesebb (hazai) árut kínálnak.<sup>28</sup> Emiatt megemelkedik a bruttó ár,

<sup>25</sup> A Pénzügyminisztérium honlapján nyilvánosságra hozott 2004. évi költségvetési tervekről szóló dokumentum pontos címe: „A 2004-es költségvetés bevételi és kiadási oldalának részletezése”.

<sup>26</sup> Ebben az elemzésben azokat az indirekt adóváltozásokat vesszük figyelembe, amelyek az áfakulcsok megváltozásából, egyes termékek áfakulcsok közötti átsorolásából, illetve a normál áfakulcs mértékének csökkenését kompenzáló jövedékiadó-emelésből adódnak. A gázolaj jövedéki adójának csökkenéséből, illetve a dohány jövedéki adójának növekedéséből származó árszintváltozást az alap-előrejelzésben számoltuk el.

<sup>27</sup> A nettó inflációs mutatóra lásd például a brit *RPIY*-indexet.

<sup>28</sup> Mikroökonómiai tankönyvekben szokásos még az áfaváltozás hatásait másik dimenzióban ábrázolni. Ha a függőleges tengelyen nem a bruttó, hanem a nettó árat tüntetjük fel, akkor az áfaemelés nem a kínálati, hanem a keresleti görbét tolja balra. A hatásmechanizmus azonban ebben az ábrázolási módban is ugyanaz. Lásd pl. Mas-Colell, A., Whinston, M. D. és Green, J. R., „Microeconomic Theory”, Oxford University Press, 1995, pp. 323–324.

miközben a nettó ár lecsökken. Az eladott mennyiség (Y) is esik. Az árváltozás kezdeti nagysága a keresleti és kínálati görbék árugalmasságától függ.

Mindennek azonban vannak hatásai a munkapiacra is. Abban az esetben, ha a munkakínálat rövid távon rugalmatlan, akkor az áfaemelés, hiszen megemelte a bruttó árszínvonalat, a munkakeresletet csökkenti. Adott bruttó árral számított reálbér mellett kevesebb lesz a munkakereslet (a munka határtermékértéke). A nominálbérek kisebb mértékben nőnek, mint a bruttó árak.

A munkapiaci hatások miatt tehát a reálbér csökken, miközben a munkafelhasználás változatlan, tehát a termelés sem változik, és mivel a hazai fogyasztás lecsökkent, ezért a külkereskedelmi egyenlegnek javulnia kell.

A tőkepiacra, lévén az árupiaci kínálati görbe balra toldott, ezért a tőkekereslet is balra toódik. Kis, nyitott gazdaság feltételezése mellett a tőkekínálati görbe teljesen vízszintes. A munkapiacra hasonlóan itt is elmozdul a tőkekeresleti görbe, amely hatására a tőkeállomány is esik. A tőke ára azonban nem változik (lévén az külföldről adott). Ennek aggregált hatása (lévén a tőkeállomány változása kicsi) rövid távon azonban nem számottevő.

A csökkenő reálbér (és a kismértékben csökkenő tőkekereslet) viszont lecsökkenti az aggregált jövedelmet, amely eltolja az árupiaci keresleti görbét is (balra). Ez valamelyest mérsékli a bruttó árak eredeti növekedését. A gazdaság tehát az eredetileg az „E ponttal” jellemzett árupiaci egyensúlyból az „E’ ponttal” jellemzett egyensúlyi állapotba kerül.

Összefoglalva, mind az aggregált kínálati görbe, mind az aggregált keresleti görbe balra toódik, a bruttó árak emelkednek, és csökken a hazai fogyasztás. Statikus modellünk azonban nem képes kezelni egy fontos csatornát: dinamikus modellben mindennek lehet hatása az inflációs és bérvárakozásokra is.

### Nemzetközi tapasztalatok

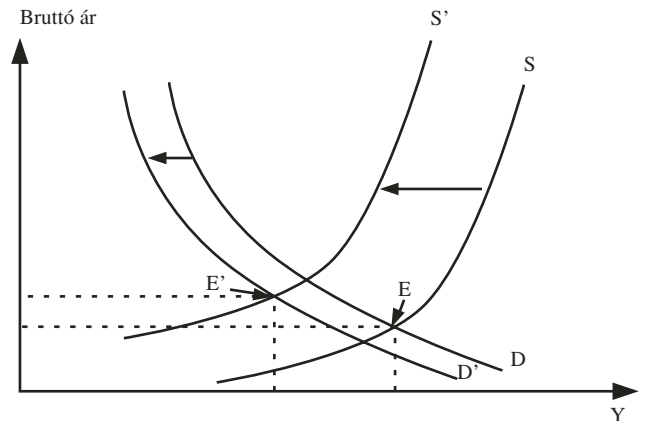
A nemzetközi szakirodalom szerint a költségvetési politika négy fő csatornán keresztül hathat az árakra: kormányzati vásárlásokkal, az indirekt és a direkt adókon, illetve a munkaköltséget befolyásoló elvonásokon keresztül. A számos modellel elvégzett vizsgálatok azt mutatják, hogy a legnagyobb inflációs hatása az indirekt adókban bekövetkezett változtatásoknak van.

Görögország 1998–99-ben csökkentette az indirekt adókat, amely mintegy 0,9 százalékponttal járult hozzá az infláció csökkenéséhez az 1999 áprilisa és 2000 márciusa közötti euróövezeti referencia-időszakban.

A 2003. januári szlovákiai áfaemelés (a kedvezményes kulcs 10%-ról 14%-ra emelkedett) döntő része azonnal

### V-1. ábra

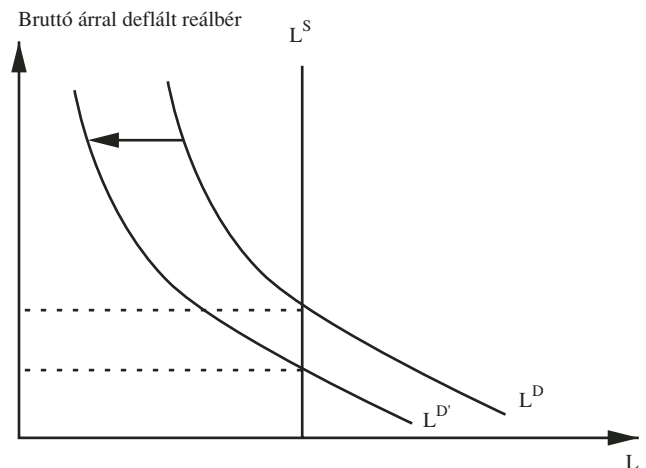
#### Áfaemelés hatása az árupiacra\*



\* Y: kibocsátás, S: kínálati görbe, D: keresleti görbe.

### V-2. ábra

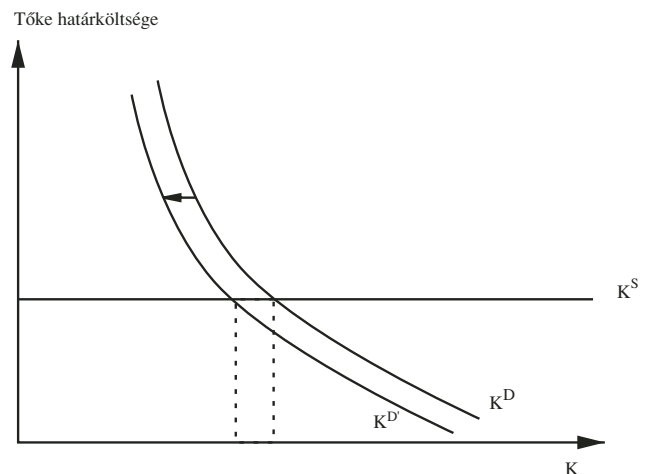
#### Áfaemelés hatása a munkapiacra\*



\* L: munka, L<sup>D</sup>: munkakereslet, L<sup>S</sup>: munkakínálat.

### V-3. ábra

#### Áfaemelés hatása a tőkepiacra\*



\* K: tőke, K<sup>D</sup>: tőkekereslet, K<sup>S</sup>: tőkekínálat.



megjelent a fogyasztói árakban, míg az ezzel egy időben megvalósított áfacsökkentés (a normál kulcs 23%-ról 20%-ra csökkent) az első hónapokban nem jelent meg az árakban.

Hollandiában 2001-ben másfél százalékponttal emelkedett az áfa mértéke, amely a fogyasztói árak közel 1 százalékpontos emelkedését eredményezte.

### A 2004-ben életbe lépő változások hatásának számszerűsítése Magyarországra

#### Közvetlen hatás

Az indirekt adóváltozások közvetlen hatását az adómérték-változások súlyozott átlaga adja. Ez alapján az árszint 2004 elején mintegy 1 százalékponttal emelkedhet meg.

Az alábbi táblázatból kitűnik, hogy egyes szabályozott árú termékek és szolgáltatások áfakulcsának emelkedé-

se önmagában több mint 0,8 százalékponttal emeli a fogyasztói árindexet 2004-ben.

Ez az érték merev alsó határt szab becslésünknek, mivel a nem szabályozott árú cikkeknel az áfarendszert módosítása összességében *áremelő* hatású. A piaci árazású javak esetében ugyanis a normál kulcs alá tartozó (a CPI mintegy 40%-át kitevő) termékek körében bekövetkező 1,6%-os árcsökkenést ellentételezi a kedvezményes kulcs 2,7%-os növekedése (ahova a CPI mintegy 25%-át kitevő piaci javak tartoznak). Végül azon termékek esetében, amelyeket más áfakulcs alá soroltak, az intézkedések közel 0,15 százalékponttal emelhetik meg a fogyasztói ár-szintet.

Az indirekt adóváltozások közvetlen hatásának közel 1 százalékpontos árszintemelő hatását jól közelíti, amennyiben az effektív áfakulcsok változását tekintjük. Effektív áfakulcs alatt értjük a fogyasztói kosárra vonat-

#### V-1. táblázat

### A szabályozott körben bekövetkező áfaváltozások árszintre gyakorolt hatása (százalék)\*

	Súly a fogyasztói árindexben **	Áfakulcs		Áremelő hatás (százalékpont)	Áremelő hatás súlyozva (százalékpont)***
		2003	2004		
Szabályozott áras háztartási energia (kivéve vezetékes gáz)	4,7	12	23	9,8	0,46
Helyi tömegközlekedés	0,7	12	23	9,8	0,07
Utazás munkahelyre, iskolába	0,5	12	23	9,8	0,05
Utazás egyéb távolsági úti céllal	0,5	12	23	9,8	0,05
Gyógyszer****	2,1	0	5	5,0	0,10
Szabályozott áras házon kívüli étkezés	0,6	12	15	2,7	0,02
Vezetékes gáz	2,0	12	15	2,7	0,05
Szabályozott áras lakásszolgáltatás	2,3	12	15	2,7	0,06
Postai szolgáltatás (telefon nélkül)	0,1	Tárgyi adómentes		0,0	0,00
Szerencsejáték	0,5	Tárgyi adómentes		0,0	0,00
Lakbér	0,1	Tárgyi adómentes		0,0	0,00
Telefon	2,5	25	23	-1,6	-0,04
<b>Szabályozott termékek és szolgáltatások összesen</b>	<b>16,6</b>				<b>0,83</b>

\* Ebben a táblázatban a szabályozott termékkört szűken értelmeztük, azaz az egyes KSH-csoportokat megbontottuk, amennyiben az tartalmaz szabályozott és piaci árú terméket is. Ez okozza az MNB regulált termékcsoport és a fenti táblázat összesen sor súlyának eltérését.

\*\* Azon termékcsoportoknál (gyógyszer, telefon, lakbér), amelyek tartalmazzak mind szabályozott, mind piaci árazású termékeket, a súlyokra szakértői becslést adtunk.

\*\*\* Kerekítés miatt a részek nem pontosan adódnak össze.

\*\*\*\* A gyógyszer termékcsoportban egyes termékeknel lehetséges költségvetési többlettámogatás az áfakulcs-növelés ellensúlyozására, azonban a szükséges részletes adatok hiányában ezzel nem számoltunk.

**V-2. táblázat****Becslés az indirekt adóváltozásból eredő közvetlen árszintemelkedésre (százalék)**

	Súly (CPI-ben)*	Áfakulcs 2003	Áfakulcs 2004**	Változás
Normál kulcs alá átsorolt termékek	8,0	12	23	9,8
Legalacsonyabb kulcs alá tartozó termékek***	2,4	0	5	5,0
Kedvezményes kulcs alá tartozó termékek	29,6	12	15	2,7
Normál kulcs alá tartozó termékek	41,6	25	23	-1,6
Legalacsonyabb kulcs alá átsorolt termék	0,6	12	5	-6,3
Termékek, amelyeknek nem változik az indirekt adómértéke****	17,9			0,0
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>18,7</b>	<b>19,7</b>	<b>0,9</b>

\* Kerekítés miatt a részek nem pontosan adódnak össze.

\*\* Egyes tételeknél tartalmazza az áfakulcs csökkenését ellentételező jövedékiadó-emelést is.

\*\*\* A költségvetési tervek tartalmazzák, hogy a gyógyszer áfakulcsának változásából adódó áremelkedés egy részét a költségvetés átvállalja. Ugyanakkor a részletes végrehajtási rendelet hiányában az adókulcs emelésének teljes közvetlen hatását elszámoltuk.

\*\*\*\* Az egészség- és környezetkárosító termékekre kivetett jövedéki adó emelése ellentételezi az áfakulcs-csökkenést.

kozó átlagos áfaterhelést, amely közel 1 százalékponttal, 19,7%-ra nő 2004 elejétől.<sup>29</sup>

**Közvetett hatások**

Mint azt már említettük, az indirekt adók megváltozása hatással lehet a vállalatok profitrátájára is. Ennek a közvetett hatásnak az irányára és mértékére termékcsoportonként szakértői becslést adtunk. A becslés során döntően három tényezőt, a piaci verseny erejét, a kereslet árrugalmasságát és az árak ellenőrizhetőségét (transzparenciáját) mérlegeltük.

- Az áfaváltozások árakba történő begyűrűzése döntően attól függ, hogy az adott termék/szolgáltatás piacon milyen erős a verseny. Nagyon erős versenyhelyzetben lévő piacon az áfacskökkentés is jelentkezni fog, de nem kizárt, hogy az áfaemelés csak részlegesen épül be az árakba (pl. tartós fogyasztási cikkek).
- Mindezek mellett valószínűsíthető, hogy azon termékek ára, amelyeket a lakosság könnyen figyelemmel tud

kísérni, és pontosan tudja, hogy mennyi a nettó és a bruttó ár, ott az áfakulcs csökkentésének ármérséklő hatása is jelentkezik majd (pl. telefontarifák).

- Vannak olyan differenciált termékek, amelyeknél például amiatt, hogy a minőség hatását a fogyasztók nehezen tudják kiszűrni, alacsony a kereslet árrugalmassága. Ezeknél a termékeknél várhatóan az adóemelés igen, míg az adócsökkenés csak korlátozottan érvényesül majd.

Azon termékek és szolgáltatások esetében, amelyek körében csökkennek az indirekt adók, a közvetett hatást 0,6 százalékponttal becsültük. Ez azt jelenti, hogy a vállalatok az indirekt adócsökkenést csak kismértékben érvényesítik bruttó árakban, azaz a nettó árak emelkednek. Ezzel ellentétben azoknál a termékeknél és szolgáltatásoknál, ahol nőnek az indirekt adók, a nettó árak 0,2 százalékponttal csökkennek, ami abból ered, hogy az adóemelést csak részben hárítják át a fogyasztókra. Összességében az indirekt adóváltozásokból eredő közvetett hatás 0,4 százalékponttal tehető. Ez egyben azt jelenti, hogy a nettó infláció ennyivel lesz magasabb, mint ha nem változott volna az indirekt adórendszer.

**V-3. táblázat****Becslés az indirekt adórendszer változásának elsődleges árszintelő hatására (százalék)**

	Közvetlen hatás	Közvetett hatás	Összes hatás
Termékek és szolgáltatások, amelyek körében csökkennek az indirekt adók	-0,7	0,6	-0,1
Termékek és szolgáltatások, amelyek körében nőnek az indirekt adók	1,7	-0,2	1,5
<b>Összesen</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>

Mind a közvetlen, mind a közvetett hatásokat figyelembe véve azt az eredményt kapjuk, hogy a nyilvánosságra hozott indirekt adóváltozások 2004 januárjában a fogyasztói árszintet 1,4 százalékponttal emelhetik meg, így inflációs előrejelzésünk 2004 végére 5,8 százalékra nő. A csak a közvetett hatásokat tartalmazó nettó infláció 2004 végére 4,8%-ra emelkedne.

Nem tartalmazza a nettó infláció ugyanakkor azt a lehetséges másodlagos hatást, hogy a gazdasági szereplők várakozásai is módosulhatnak, illetve hogy beindulhat egy bérbeli alkalmazkodás (magasabb bérinfláció) a magasabb árszinthez. Ez az esetleges másodlagos hatás az aktuális inflációs előrejelzés kockázatai között szerepel.

<sup>29</sup> A 2004-es effektív áfakulcs tartalmazza egyes tételeknél az áfakulcs csökkenését ellentételező jövedékiadó-emelést is.

## V-4. táblázat

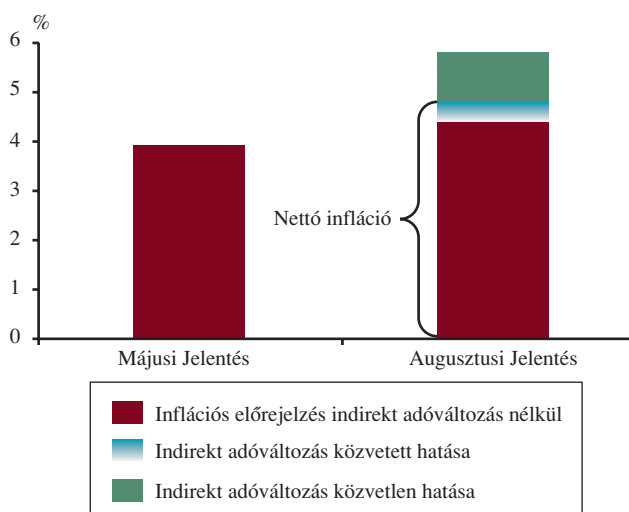
Becsülés az indirekt adórendszer változásának elsődleges árszintemelő hatására  
MNB-csoportok szerint (százalék)

	Súly	Az indirekt adóváltozásból eredő árszintemelkedés	Az indirekt adóváltozásból eredő árszintemelés súlyozva*
Becsült maginfláció	68,1	0,4	0,3
Feldolgozatlan élelmiszer	6,3	2,1	0,1
Piaci energia	1,5	6,2	0,1
Járműüzemanyag	4,7	-0,4	0,0
Regulált árak	19,4	4,6	0,9
CPI	100,0	1,4	1,4

\* Kerekítés miatt a részek nem pontosan adódnak össze.

## V-4. ábra

Az indirekt adóváltozások hatása a 2004 decemberére vonatkozó inflációs előrejelzésre



V.

## V. 2. A SZABÁLYALAPÚ FISKÁLIS ELŐREJELZÉS ELVEI

### Mi a fiskális előrejelzés célja?

A prognózis készítése arra irányul, hogy valamilyen feltételezések mellett a fiskális politika hatását – bizonyos valószínűségi határok között – meghatározzuk. Abban az esetben, ha feltételezéseink nagyon bizonytalanok, akkor nemcsak az alap-előrejelzés lesz bizonytalan, de kockázatai is csak nagyon széles sávban adhatóak meg. Különösen az eredményez bizonytalanságot, ha elfogadott költségvetési törvény még nem áll rendelkezésre, miközben a deficitet olyan módon kellene mérsékelni, hogy a determinációk, korábbi döntések hatása önmagában a hiány növekedése irányába mutat. Makrogazdasági előrejelzést sok esetben több évre előre kell adnunk, amikor nemhogy költségvetési törvény, de még irányelvek sem állnak rendelkezésünkre. Ilyenkor érdemes lehet összehasonlításképp bemutatni egy, a kockázatalapú vagy szabályalapú előrejelzés-változatot is, hogy fiskális politikai intézkedés nélkül – pusztán a determinációk alapján – mekkora hiány alakulhatna ki.

### Hogyan jelzünk előre?

Egy fiskális előrejelzést alapvetően háromféleképpen készíthetünk. Az lehet (1) szabály-, azaz kockázatalapú előrejelzés, (2) szakértői vagy „legvalószínűbb” eset, (3) feltételes „normatív” eset. A normatív esetben a legszűkebb a mérlegelés lehetősége, ugyanis egyszerűen elfogadjuk, hogy a következő év deficitje az előirányzatnak fog megfelelni. Ettől függetlenül azonban nem kerülhető meg, hogy a hivatalos deficiten kívüli tételekre becslés készüljön. A másik oldalról a szakértői becslés széles teret hagy a különböző információkon alapuló mérlegelésnek. A kettő között helyezkedik el a szabályalapú előrejelzés, amelyet a továbbiakban részletesebben is bemutatunk.

A szabályalapú előrejelzés különféle elveket követhet. Amennyiben az a célja, hogy a determinációk figyelembevétele révén kockázatalapú előrejelzést adjon, akkor ehhez megfelelő konkrét szabályok alkalmazására van szükség. A nemzetközi standardok (pl. OECD-elvek<sup>30</sup>) szerint például a költségvetési automatizmusok (pl. indexálás) érvényesülésén felül csak a hivatalosan eldön-

tött (törvénybe iktatott stb.) és/vagy már „kellő részletességgel” kidolgozott *intézkedések* hatása vehető figyelembe. Ilyen módon egyrészt kimutatható, hogy egy meghatározott deficitcélhoz képest mekkora az intézkedésekkel nem fedezett teljes „költségvetési kockázat”. Másrészt egy valószínű előrejelzéshez viszonyítva az is látható, hogy a valószínűsíthető intézkedések mennyivel csökkenthetik ezt a kockázatot.

Az intézkedések mellett azt is figyelembe kell venni, hogy a kormányzatnak nem minden területen érvényesül a teljes kontrollja. Így például a helyi önkormányzatok és korlátozott mértékben a költségvetési intézmények számára is lehetőség van arra, hogy több (vagy kevesebb) kiadást teljesítsenek annál, mint amit a kormányzat elképzel. Léteznek olyan nyílt végű támogatások is, amelyek az igénybevételtől függetlenül túlteljesülhetnek, és minden évben túl is teljesülnek. E tételek esetében nem kizárólag a kormányzati szándékokból indulunk ki, hanem azt a múltbeli tendenciák alapján saját becsléssel egészítjük ki (*lásd autonóm fiskális folyamatok*).

Saját előrejelzést készítünk az adó- és járulékbévételeket és a nyugdíjindexálást illetően is, hiszen ebben az esetben az MNB saját *makrogazdasági prognózisát* vesszük alapul.

A három tényező értelemszerűen kölcsönös hatással van egymásra. Minél nagyobb mértékű az eldöntött intézkedés, annál nagyobb az esélye, hogy a fiskális folyamatok azt részben ellensúlyozzák (pl. az intézmények több maradványt használnak fel, az önkormányzatok inkább eladósodnak stb.). Az intézkedéseknek ráadásul közvetlen és közvetett hatása is van a makrováltozókra, így például a bérre, fogyasztásra, beruházásra. A többletkiadások például az adók emelkedésén keresztül javítják a bevételeket is. Ez a magyarázata annak, hogy a 2002. augusztusi *Jelentésben* a száznapos program kiadásait adóval csökkentve – nettó módon – vettük figyelembe. Amennyiben a szabályok alapján nem számolunk egy meghirdetett, ám törvényben még nem rögzített kiigazítással, akkor előrejelzéseinkben annak makrogazdaságra gyakorolt valószínűsíthető hatását is figyelmen kívül

<sup>30</sup> Lásd [http://www.oecd.org/document/40/0,2340,en\\_2649\\_34595\\_1850792\\_1\\_1\\_1\\_37443,00.html](http://www.oecd.org/document/40/0,2340,en_2649_34595_1850792_1_1_1_37443,00.html)

hagyjuk (magasabb GDP, fizetésimérleg-hiány stb.). Más szóval teljes előrejelzésünk feltételes jellegű lesz.

### Hogyan alkalmazzuk a szabályalapú előrejelzést a gyakorlatban?

Először át kell tekinteni a következő évet érintő törvényi és egyéb determinációkat. A determinációk közé tartozik a nyugdíjak indexálása, az előző évben hozott intézkedések teljes éves hatása (pl. évközi béremelés, özvegyi nyugdíj), illetve a fokozatosan kibontakozó hatások (bevezetett társaságiadó-kedvezmény). Törvényben rögzített intézkedés például az előre elfogadott szja-csökkentés, a 13. havi nyugdíj fokozatos bevezetése. A legnagyobb változást az EU-csatlakozás eredményezi. Egyrészt megjelenik az EU felé teljesítendő befizetés, másrészt a költségvetésből kiesik a vámbevétel nagyobb része. Ezzel szemben érkeznek transzferek az EU-tól, amelyeket – a költségvetés által biztosítandó társfinanszírozással együtt – automatikusan kiadásként is figyelembe kell venni. A folyó agrártámogatás ezzel szemben már nem a költségvetésen keresztül valósul meg.

Számos területen azonban semmilyen determináció, törvényi döntés nincsen. Mi a teendő ebben az esetben?

- A bevételeknél – ha intézkedés nem történik, akkor – az adóalapot meghatározó makrogazdasági folyamatokból kell kiindulni. E folyamatok azonban nem függetlenek fiskális előrejelzéseinktől, ezért az előrejelzések további többlépcsős összehangolására lesz szükség.
- A folyó kiadásoknál, különösen a bér és dologi jellegű kiadásoknál, indokolt a korábbi évek megfigyelhető „szokásos” tendenciáiból kiindulni. Ezek ugyanis adott feladatok ellátása érdekében folyamatosan felmerülő kiadások, ilyen értelemben kizárható, hogy intézkedés nélkül jelentős tartós növekedés vagy csökkenés valósulna meg e tételeknél.
- A sokkal nagyobb ingadozást mutató beruházási kiadások esetében figyelembe kell venni, hogy – különösen az önkormányzatoknál – megfigyelhető a választási ciklus hatása. A választást követő két év hasonló mértékű, alacsony kiadást mutat, a másik két évben viszont nagyobb beruházás valósul meg.
- A hivatalos deficitben nem tükröződő, de a keresletet befolyásoló kvázifiskális tételek alakulása nehezen jelezhető előre, hiszen jelentős részük beruházásokhoz, vállalati veszteségekhez kötődik. Ingadozásuk mutat némi szabályszerűséget. Az évek egy részében viszonylag stabil, a választást megelőző évben azonban megugrik. Alacsony vagy negatív értéket akkor vesz fel, ha utólag el kell számolni a költségvetésen kívül felhalmozódott kvázifiskális adósságot (pl. 2002), vagy az előirányozottnál jobb hivatalos deficit többlete csökkenti le (pl. 2000).

### V. 3. KIBOCSÁTÁSIRÉS-BECSLÉSEK MAGYARORSZÁGRA

A potenciális kibocsátás (potenciális GDP), illetve a kibocsátási rés (output gap) a konjunktúraelemzés fontos eszköze számos országban. A fiskális politika ciklikus helyzetének értékelését, a monetáris politika lépéseit, a gazdaságban jelentkező inflációs nyomást gyakran elemzik a potenciális kibocsátás és a kibocsátási rés tükrében. A potenciális GDP a kibocsátás hosszú távú trendjét mutatja. A tényleges és a potenciális GDP közötti különbség (kibocsátási rés, vagy angolul output gap) azt mutatja meg, hogy a hosszabb távú növekedési pálya alatt vagy felett van-e a gazdaság.<sup>31</sup> A konjunkturális értékelésében ezért a jövőben mi is bevonjuk elemzési eszköztárunkba a kibocsátás rés vizsgálatát.

A potenciális kibocsátás meghatározásának nehézsége nemcsak abban rejlik, hogy számtalan módszer létezik a potenciális kibocsátás becslésére, hanem abban is, hogy a milyen elméleti keretben vizsgáljuk a potenciális kibocsátást. Ebből fakadóan a potenciális kibocsátás fogalma és nagysága más és más lehet.

Mivel a potenciális kibocsátás a valóságban nem megfigyelhető, nem mérhető jelenség, ezért annak meghatározására különböző becslési módszereket alkalmazhatunk. Legegyszerűbben két fő csoportra oszthatóak a potenciális kibocsátás becslésével foglalkozó megközelítések: egyváltozós, idősoros technikák, illetve többváltozós, strukturális modellek. Mindkét módszer alkalmazására folynak kutatások a Közgazdasági főosztályon, jelenleg az idősoros technikák kutatása fejeződött be.<sup>32</sup>

Az átmeneti gazdaságokra jellemző strukturális törések kezelése kritikus fontosságú a potenciális kibocsátás becslésekor, ezért szakértői vélemények és formális tesztek segítségével határoztuk meg a magyar GDP-idősor töréspontjait.

A becsléséhez hat különböző egyváltozós módszert használtunk, amelyekből a kibocsátási rés konszenzu-

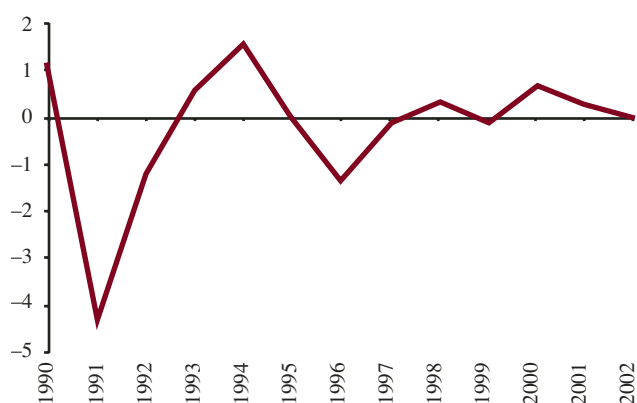
sos eredményét származtatjuk.<sup>33</sup> A standard ökonometriai teszteken túl a különböző módszerek kiválasztásakor igyekeztünk minimalizálni a becslések elemzési szempontból kedvezőtlen tulajdonságát: minden új adat beérkezésekor a múlt is változik. E revízió legnagyobb mértékben az utolsó megfigyeléseknél adódik, amelyek éppen a jegybanki elemzések és előrejelzések alapját képezik. Ebből fakadóan az a módszer szerepel nagyobb súllyal a konszenzusos becslésben, amelyik kisebb revízióval rendelkezik.<sup>34</sup>

Az eredményül kapott kibocsátási rés közel áll a konszenzusos szakértői véleményekkel és más modellből nyert eredményhez, ezért azt jelen *Jelentésben* már felhasználjuk a konjunktúra állapotának értékelésekor.

Az V-4. ábrán látható, hogy a rendszerváltás kezdetén, különösen 1991-ben és 1992-ben jelentős mértékben

V-4. ábra

Kibocsátási rés Magyarországon (éves adatok)\*



\* A tényleges GDP százalékos eltérése a potenciálistól.

<sup>31</sup> Fel kell hívnunk a figyelmet arra, hogy a kibocsátási rés az aktuális és a potenciális GDP szintjének eltérését mutatja. Ezért egy adott időpontban vett előjele alapján önmagában még nem állapítható meg, hogy a gazdasági növekedés alacsonyabb-e vagy sem a potenciálisénál. Ez utóbbit a kibocsátási rés változása mutatja.

<sup>32</sup> Az idősoros módszereket Darvas, Zs.–Vadas, G. (2003): Potenciális GDP becslése Magyarországon idősoros technikákkal, MNB kézirat. Összegzi. A Negyedéves Előrejelző Modell (N.E.M.) kapcsán a potenciális GDP-t termelési függvény alapján is megbecsültük, felhasználva Pula, G. (2003): A tőkeállomány becslése Magyarországon: módszertani leírás és eredmények, MNB kéziratát. Előzetes eredményeink alapján az idősoros technikák és a termelésifüggvény-alapú becslések hasonló képet festenek.

<sup>33</sup> Ezek a szegmentált determinisztikus trend, a Hodrich–Prescott és a band-pass filter, a Beveridge–Nelson-felbontás, a latens változójú modellek és a wavelet transzformáció.

<sup>34</sup> Hasonló megfontolást alkalmaz a Fed Orphanides–Norden (1999): The reliability of output gap estimates in real time című tanulmányában.

negatív volt a kibocsátási rés a kilencvenes évek elejét jellemző recesszió eredményeképpen. 1993-ban és 1994-ben a gazdaság a potenciális felett teljesített, amelyet 1995–1996-ban egy közel 1%-os negatív kibocsátási rés követett. Ennek oka elsősorban a stabilizációs intézkedésekben keresendő. Ezután a gazdaság 2002-ig egy viszonylag kiegyenlített pályán haladt, a kibocsátási rés zérus körül ingadozott.

Fontos megjegyezni, hogy 2001-ben és 2002-ben mind ez két ellentétes folyamat eredménye volt: miközben a külső kereslet (és ennek hatására az export és a vállalati beruházás) számottevő mértékben lelassult, addig a belföldi kereslet (elsősorban az expanzívva váló fiskális politika és a magas béremelkedés miatt) élenkítően hatott, a növekedés tekintetében ellensúlyozva az előbbi kedvezőtlen hatást.





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

<b>1998. november</b>	
Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bénnövekedés és infláció	63
A nemzetközi pénzügyi válságok hatása Magyarországra	85
<b>1999. március</b>	
A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34
<b>1999. június</b>	
Új csoportosítás a 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
<b>1999. szeptember</b>	
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 hátterében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45
<b>1999. december</b>	
Maginfláció: az MNB és a KSH által számított mutatók összehasonlítása	18
Saját tulajdonú lakások árindexe: szolgáltatás vagy iparcikk?	20
A bankok határidős tevékenysége	26
<b>2000. március</b>	
Bázishatás a 12 havi árindexben – a benzinárak esete	19
A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható érintkezések tükrében	21
A kosárváltás hatása a hazai termelők versenyképességére	51
<b>2000. június</b>	
Hogyan mérjük az euróövezethez vett inflációs konvergenciát?	14
Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47
<b>2000. szeptember</b>	
A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25
<b>2000. december</b>	
Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25

A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari-alapú reálárfolyamban	57
<b>2001. március</b>	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
<b>2001. augusztus</b>	
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
<b>2001. november</b>	
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41
<b>2002. február</b>	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
<b>2002. augusztus</b>	
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euró bevezetésének gazdasági következményei	54
<b>2002. november</b>	
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45
<b>2003. február</b>	
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
<b>2003. május</b>	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
<b>2003. augusztus</b>	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78



Jelentés az infláció alakulásáról  
2003. augusztus

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