

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2003. NOVEMBER**

**Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya**  
**Vezető: Csermely Ágnes főosztályvezető**  
**A publikációt jóváhagyta: 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. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

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

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



---

# TARTALOMJEGYZÉK

<b>ÖSSZEFOGLALÁS</b>	7
<b>ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA</b>	13
<b>AZ MNB ELŐREJELZÉSE ÖSSZEVETVE MÁS PROGNÓZISOKKAL</b>	14
<b>I. INFLÁCIÓ</b>	15
<b>I. 1. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA 2003 HARMADIK NEGYEDÉVÉBEN</b>	17
I. 1.1. Inflációs folyamatok	17
I. 1.2. A legutóbbi előrejelzés és a tények összevetése	18
<b>I. 2. A FOGYASZTÓIÁR-INDEX ELŐREJELZÉSE</b>	19
I. 2.1. Rövid távú előrejelzés – 2003	20
I. 2.2. Hosszabb távú előrejelzés – 2004	20
I. 2.3. Hosszabb távú előrejelzés – 2005	24
<b>I. 3. AZ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉST ÖVEZŐ BIZONYTALANSÁG</b>	26
<b>II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA</b>	29
<b>II. 1. KERESLET</b>	31
II. 1.1. A külső kereslet alakulása	33
II. 1.2. Az államháztartás keresleti hatása	34
II. 1.3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és felhalmozás	38
II. 1.4. Vállalati beruházások	40
II. 1.5. Készletalakulás	41
II. 1.6. Külkereskedelem	42
II. 1.7. Külső egyensúly	43
<b>II. 2. TERMELÉS</b>	46
<b>III. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG</b>	49
<b>III. 1. MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA</b>	52
<b>III. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZŰKÖSSÉG</b>	54
<b>III. 3. BÉRINFLÁCIÓ</b>	56
<b>III. 4. FAJLAGOS MUNKAKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG</b>	58

<b>IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK</b>	61
IV. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET, KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS	63
IV. 2. RÖVID KAMATOK ÉS ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	65
IV. 3. TŐKEÁRAMLÁSOK	68
IV. 4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ÉS HOSSZÚ HOZAMOK	70
<b>V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK</b>	73
V. 1. ÚJ ADATKÖZLÉS A 2002-ES GDP-RE	75
V. 2. KÉRDÉSEK ÉS VÁLASZOK AZ ÚJRABEFEKTETETT JÖVEDELMEK ELSZÁMOLÁSA TÉMÁBAN	77
V. 3. BECSLÉS A HAZAI TŐKEÁLLOMÁNY ALAKULÁSÁRA	80

## ÖSSZEFOGLALÁS

### Változás a Jelentés kialakításában

Ettől a számunktól kezdve a Jelentés a korábbiaknál egyértelműbben az MNB szakértői elemzését és előrejelzését tartalmazza. A Monetáris Tanács állásfoglalása mostantól nem része az inflációs jelentésnek. A reálgazdasági és inflációs alap-előrejelzés és ezek bizonytalansági eloszlása (így az inflációs legyezőábra) a Közgazdasági főosztály szakértőinek véleményét tükrözi. Az előrejelzések továbbra is feltételes jellegűek: a korábbi gyakorlathoz hasonlóan változatlan monetáris politikát (változatlan forint/euró árfolyamot és jegybanki kamatot) tételezünk fel. A monetáris politika által nem befolyásolható, exogén változók jövőbeli alakulása (például euró/dollár keresztárfolyam, olajárak, egyes szabályozott árak stb.) esetében sem készítünk saját előrejelzést, hanem a korábbi előrejelzési szabályainkat alkalmazzuk.

### 2003 második felében megfordult az infláció csökkenése

2003 harmadik negyedében a korábbi dezinflációs tendencia megfordulásának lehettünk szemtanúi. Ez a jelenség általánosan volt érzékelhető a monetáris politika szempontjából befolyásolható összes fogyasztóiár-index tételénél: az iparcikkekénél, a piaci szolgáltatásoknál és a feldolgozott élelmiszereknél. A monetáris politika hatókörén kívül eső tételeknél több ellentétes folyamatot figyelhattunk meg. Míg a szabályozott árak átlag feletti növekedése emelte az árindexet, a járműüzemanyag és piaci energia, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek csoport áralakulása átmenetileg csökkentették azt. A legfrissebb, október havi adatok szerint ez utóbbi körben már erőteljes áremelkedés volt tapasztalható.

Értékelésünk szerint a dezinflációs tendencia megtorpanása több tényező együttes hatásának az eredménye. Egyrészt *költségoldalról* – mivel a vállalatok korábbi lassú béralkalmazkodása is megtorpan – a fajlagos munkaköltségek növekedésének dinamikája az év során nem csökkent, hanem kismértékben emelkedett. Másrészt a lakossági *fogyasztási kiadások* lassuló, bár továbbra is igen magas bővülési üteme jelentős keresleti nyomást fejtett ki az árakra. Harmadrészt a külfölddel versenyző termékekénél az emelkedő inflációhoz hozzájárulhatott a nyár folyamán jelentősen leértékelődött *nominális árfolyam* is.

Végezetül az infláció gyorsulásának már idén is egyik meghatározó tényezője lehetett az *inflációs várakozások emelkedése*, amit részben a nyáron bekövetkezett nominálisárfolyam-leértékelődés, részben a jövő évre várt költségvetési intézkedések magyarázhatnak.

### Jövőre tovább emelkedik az infláció

Előrejelzésünk szerint, a jelenlegi feltételek mellett, a fogyasztói infláció 2004 közepéig erőteljesen emelkedik, és a jövő év folyamán szinte végig 6 százalék felett lesz. Ennek hátterében alapvetően a költségvetési politika által vezérelt adórendszerbeli változások állnak. Ezt mutatja, hogy a fiskális politika közvetlen hatásaitól megtisztított *nettó inflációs mutatók* az előrejelzési horizonton egészen gyakorlatilag *stabilan* alakulnak.

Bár a fogyasztóiár-index jövő évi emelkedése mögött elsősorban az adópolitikai intézkedések állnak, a tisztán piaci folyamatok körében sem várható az *infláció határozott csökkenése*. Jövőre a dezinfláció ellen hat a tavalyi, illetve az idei év első felében jellemzőnél gyengébb forintárfolyam-feltevés és a versenyszektor bérinflációjának igen lassú csökkenése is.

### Inflációs előrejelzéseink alig változtak augusztushoz képest

Alap-előrejelzésünkben 2003 decemberére 5,1%-os, 2004 végére 5,9%-os fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk. Ez 2003-ban némileg alacsonyabb, 2004-ben pedig kicsivel magasabb, mint az augusztusi *Jelentésünkben* publikált érték.

Az augusztusi *Jelentéshez* képest az idei év végére vonatkozó előrejelzésünket jelentősen csökkentették volna a harmadik negyedévben megfigyelt alacsony fogyasztóiár-index értékek, illetve az erősebb forintárfolyam feltevésünk rövid távú hatása. Ugyanakkor az októberi adatok tanúsága szerint váratlan erővel következett be a feldolgozatlan élelmiszerek árának – korábban már várt, de késlekedő – emelkedése. Így összességében csak kismértékben csökkentettük a 2003. decemberre vonatkozó előrejelzésünket.

A 2004. évre vonatkozó inflációs előrejelzésünk emelkedését az okozza, hogy az augusztusi *Jelentéshez* képest mintegy 3%-kal erősebb árfolyam nem tudta ellensúlyozni a – korábban prognosztizáltnál gyorsabb – várható lakosságifogyasztás-bővülés és az indirekt adókkal kapcsolatos politikai intézkedések korábban becsültnél magasabbra várható inflációs hatását. Ez utóbbi önmagában mintegy 0,5 százalékponttal emelte meg a 2004 végére vonatkozó előrejelzésünket.

**2005-ben folytatódhat a dezinfláció, ha a 2004-es adóemelések nem vezetnek az inflációs várakozások emelkedéséhez**

A fogyasztóiár-index 2005 elején hirtelen 5 százalék alá csökkenhet, mivel az árindexből kikerül az *áfaemelés egyszeri árszintnövelő hatása*. Előrejelzésünkben ugyanis feltételezzük, hogy *a jövő évi magas áremelkedési ütem nem épül be az inflációs várakozásokba*. Ez esetben 2005 folyamán – az év eleji hirtelen csökkenés után – lassan mérséklődő inflációt várunk, s így az év végi árindex 4,0% lehet. A dezinflációt 2005 folyamán különböző tényezők együttes hatása okozza.

Egyrészt a *versenyszféra fajlagos bérköltség-növekedése* lassulni fog, ugyanakkor a *háztartások fogyasztási kiadásának* bővülése alig gyorsul. Mivel feltevésünkben adódóan a *nominális árfolyam* konstans, hatása már nem annyira közvetlenül, hanem a munkapiaci folyamatokon, így a béremelkedés visszafogásán keresztül érvényesül. A monetáris politika szempontjából *exogén egyéb tényezők* is a dezinfláció irányába mutatnak: a határidős olajárak csökkennek, egyes feldolgozatlan élelmiszerek árindeket pedig hosszabb távon mérsékelheti az európai uniós csatlakozás.

**2005-ben jelentősen felfelé irányuló inflációs kockázatok**

Az alap-előrejelzést *jelentős kockázatok* övezik. A bizonytalanság eloszlása 2004-ben közel szimmetrikus, míg 2005-ben jelentős felfelé irányuló kockázattal számolunk. 2004-ben az alap-előrejelzés kockázatát két fő tényező határozza meg. Egyrészt az indirekt adók emelésének a várakozásokra gyakorolt hatása, ami magasabb infláció felé mutató, másrészt az EU-csatlakozás élelmiszer- és iparcikkárakra gyakorolt hatása, ami lefelé irányuló kockázatot okoz.

2005-ben a bizonytalanság főként az inflációs várakozások feltételezett alakulása körüli kockázat hatását mutatja. Magyarország több évtizedes, magas inflációs történelme miatt ugyanis elképzelhető, hogy az alap-előrejelzés mögötti feltevésünk – mely szerint az indirekt adók 2004-es emelése miatti többlet-áremelkedés nem hat az inflációs és bérvárakozásokra – nem teljesül, azaz mégis emelkednek a várakozások. Ez 2005-ben a termékpiacon áremelkedés gyorsulásán keresztül közvetlenül és közvetett módon – a bérek alakulásán keresztül – is emelné az inflációt.

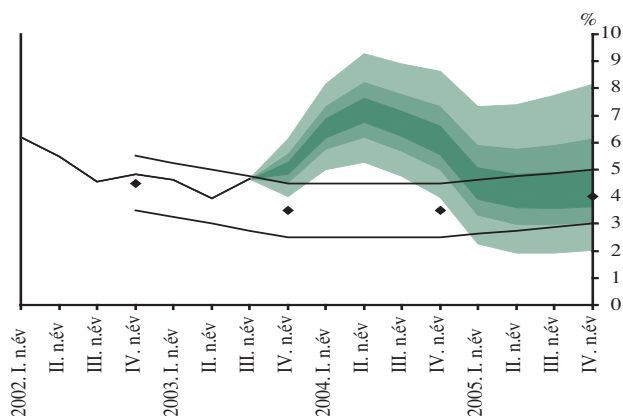
**Inflációs legyezőábra**

A korábban meghirdetett inflációs célok teljesülésének valószínűségeit vizsgálva megállapítható, hogy 2004 végén az infláció szinte biztosan a célsáv felső szélé lett lesz, hiszen azt már az alap-előrejelzés is jóval meghaladja.

A célsáv felső szélénél magasabb infláció kialakulásának valószínűsége 2005 végén is igen jelentős, ezt azonban a kockázatok felfelé mutató iránya magyarázza, hiszen az ekkorra adott alap-előrejelzés értéke megegyezik a céllal.



Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



### Fokozatosan gyorsuló gazdasági növekedés

A gazdasági növekedés várható ütemét idénre 2,9 százalékra becsüljük. A jövő évre vonatkozó előrejelzésünk szerint a belföldi kereslet növekedési üteme visszaesik, de a külső kereslet élénkülésével a gazdasági növekedés gyorsul, 3,2 százalékos lesz. *Jelentésünkben* első ízben közöljük a 2005-re vonatkozó előrejelzésünket, amelyben – a fiskális kiigazítás folytatódását feltételezve – 3,6 százalékos növekedéssel számolunk.

Növekedési előrejelzésünk több tényező együttes hatását tükrözi. *Exportpiacaink mérete* növekszik, de némileg más képet mutat, mint az augusztusi *Jelentésben*: az utólagos külföldi adatrevíziók következtében a külső kereslet szintje alacsonyabb lett. Ez a korrekció negatívan érinti az exportra és a feldolgozóipari beruházásra vonatkozó előrejelzésünk szintjét. Ugyanakkor mind a külső keresletre, mind az ipari termelésre vonatkozó értékelésünk azt tükrözi, hogy a *nemzetközi konjunktúraciklus mélypontján túl kerültünk*. A külső kereslet idei gyorsulásának esélyei kedvezőek: középtávon stabil konjunktúrára számítunk.

Ezzel szemben jövőre a *belföldi kereslet* az elmúlt évekhez képesti *mérsékelt növekedését* prognosztizáljuk a fiskális kiigazítás és – az elsősorban emiatt – alacsonyabb fogyasztási dinamika miatt. A fentiek közül mindegyik tényező a nettó export ez évnél kedvezőbb alakulását valószínűsíti. A 90-es évek közepén megfigyelhetőnél lassabb exportnövekedés ellenére, számításaink szerint Magyarország képes lesz *növelni piaci részesedését*, ámbár ennek üteme a korábbi évekénél szerényebb lesz.

### Folytatódik a fiskális konszolidáció

2003–2005-ben folyamatos *fiskális keresletszűkítést* prognosztizálunk, amelynek mértéke gyakorlatilag megegyezik az előző előrejelzésünkben közölttel. 2004-ben ugyanakkor a keresletszűkítés szerkezete eltér a korábban feltételezettől, ami emeli a gazdasági növekedés várható ütemét. A parlamentnek benyújtott költségvetési javaslat alapján ugyanis a lakosság irányában a korábbi információkhoz képest kevésbé szigorító fiskális politikát várunk, amit ugyanakkor az indirekt adók nagyobb emelése ellentételez.

A keresletszűkítés szerkezete várhatóan különbözik az egyes évek között is. Jövőre a kereslet szűkítésére részben a közterhek emelése, részben a folyó kiadások visszafogása révén kerül sor; miközben folytatódnak az államilag finanszírozott beruházások. 2005-re a kormány Középtávú Gazdasági Programja (PEP) alapján feltételezett szigorítás feltételezésünk szerint arányosan oszlik majd meg a folyó és tőkekiadások között.

### Gyorsul a vállalati, lassul a lakossági és állami beruházások növekedése

Az *állóeszköz-felhalmozásra* vonatkozó előrejelzésünk csak kismértékben változott az augusztusi *Jelentéshez* viszonyítva. Rövid távon a feldolgozóipari beruházás előrejelzését csökkentettük, és nagyobb bizonytalansággal számolunk, a vállalati szektor egészének beruházási előrejelzését azonban alapvetően változatlanul hagytuk. Középtávon a külső kereslet alacsonyabb szintje és az augusztusban feltételezettnél

erősebb reálárfolyam-pálya visszafogja az üzleti szektor beruházásainak bővülését. A külső kereslet alakulásával kapcsolatban a legutóbbi időszakban csökkent bizonytalanság azonban a beruházás előrejelzésének középtávú kockázatait csökkenti.

A jövő évben a fiskális kiigazítás a lakossági jövedelmeket és a lakáshitelezés kedvezményeit egyaránt érintheti, emiatt nem számítunk a lakásberuházások további növekedésére. Az állami beruházások 2003-ban az első félévi tényadatok alapján elmaradnak a korábbi prognózisunktól, így ez évre lefelé korrigáltuk előrejelzésünket. 2004-ben feltételezésünk szerint a fiskális kiigazítás nagyobb mértékben érinti a beruházásokat, mint azt augusztusi előrejelzésünkben feltételeztük, ezért erre az évre is lefelé módosítottuk a dinamikát, bár továbbra is az államilag finanszírozott beruházások növekedését valószínűsítjük.

**A lakossági fogyasztás növekedése tovább lassul**

A *fogyasztási kiadások* fokozatos lassulást mutatnak előrejelzési horizontunkon. Ennek oka 2003-ban a lassú gazdasági növekedés, illetve a lakossági várakozások kedvezőtlenebbé válása, míg 2004 folyamán a fiskális kiigazítás hatása számottevő. 2005-ben a versenyszektorbeli bruttó reálbérek várható emelkedése és a feltételezett változatlan adóterhelés következtében a fogyasztási kiadások növekedése várhatóan némileg gyorsulni fog.

**Ellentmondásos készletberuházás**

A *készletek* második negyedévi adatainak ismeretében még mindig nyitott kérdés, hogy a ciklikus élénkülés, vagy más hatások tükröződnek az adatokban. A termelési adatokból és előrejelzésből kirajzolódó konjunktúra a feldolgozóipari vásárolt készletek növekedésével lenne konzisztens, miközben a késztermékkészletek szintje inkább csökkenő volna. Ezzel szemben a legfrissebb adatok szerint a dinamikus feldolgozóipari készletbővüléshez felerészben a késztermékkészletek emelkedése járult hozzá.

**Élénkülő termelési aktivitás**

A külső kereslet korábban előre jelzettnél alacsonyabb szintje, továbbá a korábbinál felértékeltebb reálárfolyam miatt valamelyest romló versenyképesség középtávon kissé szűkíti a *feldolgozóipari termelés* bővülési lehetőségeit. Előrejelzési horizontunk végére ennek ellenére már viszonylag erőteljes ütemű növekedést mutat mind a feldolgozóipari termelés, mind a hozzáadott érték.

A *piaci szolgáltatások* hozzáadott értékében a fogyasztási kiadások dinamikájának lassulása, valamint a korábban feltételezettnél szintjében alacsonyabb külsőkereslet-pálya középtávon hangsúlyosan jelentkezik, így ennek bővülése némileg alacsonyabb lesz a korábbi években megszokottnál.

**Megtorpant a munkapiaci alkalmazkodás**

A *munkapiacon* az elmúlt időszakban a dezinflációhoz való határozott vállalati béralkalmazkodás jelei továbbra sem voltak megfigyelhetők. Sőt, a rövid távú tendenciák inkább a korábbi lassú *igazodás megfordulására* utalnak: a feldolgozóiparban megtorpant a bérinfláció csökkenése, a piaci szolgáltatások körében pedig az index lassú növekedésnek indult. A nominális alkalmazkodás lassúsága egyaránt magyarázható az élénk belső kereslettel és a vállalati inflációs várakozások év közepe óta megfigyelhető emelkedésével. Mindez azonban nem jelentette a vállalati alkalmazkodás teljes hiányát a feldolgozóiparban, itt a vállalatok a *munkaerő-kihasználás visszafogásával* – az átlagos munkaórák csökkentésével és elbocsátásokkal – alkalmazkodtak.

**Bizonytalan a foglalkoztatás növekedése**

Az elmúlt két évben a külpiacon konjunktúra visszaesése, a hazai minimálbér-emelések és reálfelértékelődés összességében a munkanélküliségi ráta viszonylag kismértékű, mintegy 0,5 százalékpontos emelkedéséhez vezetett.

A legfrissebb adatok alapján azonban a munkanélküliség ráta emelkedő trendje az idei év elején megállt, és azóta a ráta már kismértékben csökkent is. A munkanélküliség csökkenését a foglalkoztatás szintjének emelkedése okozta, ami a piaci szolgáltatások és az állami szféra dinamikus létszámbővülésének volt tulajdonítható.

Annak megítélése azonban, hogy a foglalkoztatás bővülése tartós marad-e – így a munkaerő-tartalékok apadása folytatódik-e –, több okból is bizonytalan. Egyrészt ugyanis a munkaerő-keresletről rendelkezésre álló *egyéb információink* (csoportos létszámleépítés, betöltetlen álláshelyek alakulása) nem mutatják egyértelműen a stagnáló foglalkoztatás élénkülését a versenyszférában. Másrészt várakozásaink szerint a bővülés ellen hat az *állami szektor munkakeresletének* a költségvetés alapján előirányzott csökkenése is.

### **Fokozatosan mérséklődhet a bérinfláció**

A *nominális béralkalmazkodás* idei lassulása feltételezésünk szerint csak *átmeneti* a versenyszférában. Ez esetben 2004-től a bérinfláció további mérséklődésére számítunk. Feltéve, hogy a jövő évi indirekt adóemelések nem rontják az inflációs várakozásokat, a bérinfláció fokozatos csökkenése 2005-ben is folytatódhat.

A *feldolgozóiparban* a nemzetközi verseny miatt az élénkülő külső konjunktúra ellenére is azt várjuk, hogy a korábbi lassú nominális alkalmazkodás folytatódik, lehetővé téve a szektor 2000 óta megcsappant jövedelmezőségének javítását. A *piaci szolgáltatások* körében arra számítunk, hogy az elmúlt két év során végrehajtott minimálbér-emelések hatásai lecsengenek. Ezzel egyidejűleg a korábbi évekhez képest jelentősen lassuló fogyasztási kereslet a termelékenység lassulását okozza. Álláspontunk szerint e tényezők összességében meggátolják a vállalatokat a bérpolitika fellazításában, így bérprognózisunkban e körben a bérinfláció stagnálását, majd 2004-től lassú csökkenését jeleztük előre.

Összességében alap-előrejelzésünk szerint a *versenyszféra* bérinflációja 2003-ban 9,2%-os, 2004-ben 8,3%-os, 2005-ben pedig 6,5%-os lesz. Az inflációs várakozások várható alakulásában rejlő kockázat miatt különösen az előrejelzési időszak végén jelentős a kockázata ennél magasabb béremelkedés kialakulásának.

### **A vállalati versenyképességet javítja a termelékenység emelkedése**

A hazai vállalatok külpiazi versenyképességét a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapon mérve megállapítható, hogy a versenyképesség idén javult. Ez azonban alapvetően a nominális árfolyam 2002-höz képesti leértékelődéséből adódott, míg a hazai fajlagos bérköltségek némileg gyorsabban nőttek, mint versenytársainknál. 2004-ben – konstans nominális árfolyamot feltételezve – a feldolgozóipari bérinfláció lassulásának és a termelékenység stabil növekedésének következtében enyhe reálleértékelődést várunk. A 2005-re prognosztizált költségnövekedés üteme nagyjából hasonló ütemű lesz versenytársainkéhoz képest, s így stabil szinten marad a reálárfolyam.

### **Javuló külső egyensúly a fiskális konszolidáció hatására**

2002–2003-ban jelentős mértékben romlott az ország *külső egyensúlya*, a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP arányában közel kétszeresére nőtt. Ezt a fiskális expanzióknak az államháztartás és – közvetve – a lakosság nettó megtakarítói pozíciójára gyakorolt negatív hatása okozta. Ezen folyamatot 2001–2002-ben még ellensúlyozta a vállalati forrásbevonás – a vállalati beruházások visszaeséséhez köthető – mérséklődése.

A nemzetgazdaság külső finanszírozási igényét 2003-ban az államháztartás pozíciójának kismértékű javulása ugyan csökkentette, de a fiskális intézkedések hatására a háztartások nettó megtakarításai továbbra is gyorsan mérséklődtek, és ezzel egyidejűleg – a külső konjunktúraciklussal összhangban – a vállalati szektor felhalmozási igénye nőtt. A fenti hatások összességében a külső egyensúly nagymértékű romlását okozták 2003-ban.

2004–2005-re az államháztartás finanszírozási igényének további csökkenését prognosztizáljuk fiskális feltevéseinkkel összhangban. A magánszektor finanszírozási kapacitása azonban tovább mérséklődik a vállalati beruházások fellendülésének és a háztartási finanszírozási képesség enyhe emelkedésének eredményeként. A 2004–2005-ös államháztartási keresletszűkítés ugyanis szerkezetéből következően hozzájárul a háztartások finanszírozási képességének emeléséhez. Mivel 2004–2005-ben a magánszektor együttes pozícióromlása kisebb mértékű lesz, mint az államháztartás keresletszűkítése, így egészében némileg mérséklődik a külső finanszírozási igény.

**Külsőegyensúly-becslés a jövő évtől érvényes szemléletben**

Előrejelzésünkben most első alkalommal olyan módszertan szerint is vizsgáljuk a folyó fizetési mérleg alakulását, amely tartalmazza a külföldiek Magyarországon *újrabefektetett jövedelmeit* is. Bár a 2004-től bevezetésre kerülő módszertan következtében a korábinál a GDP arányában mintegy 2 százalékponttal magasabb fizetésimérleg-hiány adódik, ez azonban automatikusan finanszírozódik, mivel az újrabefektetett jövedelem megemeli a külföldi működőtőke-beruházásokat is.

**Emelkedő hozamok a fejlett országokban**

Az elmúlt negyedévben a fejlett országok tőkepiacaira a deflációs veszély fokozatos enyhülése és az egyre inkább javuló konjunkturális kilátások nyomták rá bélyegüket. Már a nyáron megfigyelhető volt, hogy a kötvénypiacokon a hozamok növekedésnek indultak. A részvényárak különösen Európában reagáltak optimistán a stagnálás végét sejtető hírekre. Jelenleg a piaci szereplők arra számítanak, hogy az EKB az elkövetkező fél évben mintegy fél százalékponttal emeli az irányadó kamatot.

**Csökkenő befektetői bizalom a kelet-közép-európai régióban**

A globális kockázati mutatók növekvő kockázatvállalási hajlandóságot mutattak és mérséklődtek a globális hozamvárások. Ezzel szemben közelebbi régióinkban a befektetői bizalmat kedvezőtlenül befolyásolták a csatlakozó országok, elsősorban Lengyelország fiskális nehézségei, a valószínű ERM II- és GMU-csatlakozás időpontjának későbbre tolódása, valamint a Jukosz-ügy. Magyarország kockázati megítélése is romlott, ami – a regionális hatásokon túl – az ország külső és belső egyensúlytalanságára utaló jelekre adott reakcióként értelmezhető.

**Bizonytalanság a forintpiacon**

A forint árfolyamát a június-júliusi volatilis időszakhoz képest augusztustól októberig jóval stabilabb alakulás, lassú erősödés jellemezte. A folyamatok törekenységét jelzi azonban, hogy a piaci bizonytalanság mutatói szeptemberben újra emelkedésnek indultak, október közepén pedig az augusztustól megfigyelhető folyamatos árfolyam-felértékelődés is megtört. A rövid hozamokat általában a jegybanki kamatlépekre vonatkozó várakozások mozgatták, amelyekre a jegybanki kommunikációnak és az árfolyam alakulásának volt döntő hatása. Az október végi kötvénypiaci zavar jelentős árfolyamgyengüléshez és gyors kamatemelési várakozások felépüléséhez vezetett. A piaci likviditási zavar gyors kezelése érdekében az MNB kötvénnyvásárlásokat végzett az állampapírpiacon. A jegybank nem szokványos nyílt piaci műveletei sikeresnek bizonyultak, a hozamok csökkenni kezdtek, később pedig az árfolyam is korrigált. A rövid hozamokban azonban továbbra is egy viszonylag közeli kamatemelés van beárzva.

**A folyó fizetési mérleg finanszírozása**

A harmadik negyedév első két hónapjában tovább folytatódott folyó fizetésimérleg-hiány növekedése. A közvetlen tőkeáramlásban ismét nettó kiáramlás volt tapasztalható. Az időszak nagy részében elsősorban a külföldiek állampapír-vásárlása finanszírozta a hiányt. A külföldiek kezében lévő állomány lejáratú összetétele elmozdult a közepes lejáratok (2-4 év) irányába, ami az átlagos lejárat csökkenését eredményezte. Az október végi, november eleji állampapír-eladási hullám miatt a külföldiek kezében lévő állomány mintegy 30 milliárd Ft-tal csökkent.

**Emelkedő kötvényhozamok**

Az állampapír-piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek augusztus elejéhez képest, azonban ez az emelkedés kizárólag az október végi, november eleji eladási hullám alatt ment végbe. Azt megelőzően a hozamgörbe nem változott számottevően. A hozamemelkedés tartósnak tűnő hányada nagy valószínűséggel a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésére vezethető vissza. A nagyobb érzékelt kockázat elsősorban régió- és országspecifikus forrásokból ered, horizontja 2-3 évre terjed ki, és vélhetően nincs szoros összefüggésben a GMU-csatlakozási várakozások kismértékű kitolódásával. Az inflációs és árfolyam-várakozások nem befolyásolták számottevően a hozammozgásokat a vizsgált időszakban.

## Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

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

	2002	2003		2004		2005
	Tény <sup>1</sup>	Előrejelzés				
		aug.	Új*	aug.	Új*	Új*
<b>Fogyasztói árindex</b>						
December	4,8	5,2	<b>5,1</b>	5,8	<b>5,9</b>	<b>4,0</b>
Éves átlag	5,3	4,6	<b>4,6</b>	6,5	<b>6,6</b>	<b>4,2</b>
<b>Gazdasági növekedés</b>						
Külső kereslet	-0,6	3,9	2,0 - <b>2,3</b> - 2,5	4,6	3,0 - <b>4,5</b> - 6,0	4,5 - <b>5,8</b> - 7,9
Feldolgozóipar hozzáadott érték	2,8	2,3	0,9 - <b>1,6</b> - 2,2	5,3	3,9 - <b>5,2</b> - 6,2	4,5 - <b>6,4</b> - 8,2
Lakossági fogyasztás <sup>2</sup>	10,5	7,6	7,4 - <b>7,8</b> - 8,2	1,0	1,1 - <b>2,3</b> - 3,5	1,0 - <b>2,6</b> - 4,0
Állóeszköz-felhalmozás	7,2	4,3	2,2 - <b>3,6</b> - 4,1	4,1	2,3 - <b>3,9</b> - 5,4	2,4 - <b>4,5</b> - 6,8
Belföldi felhasználás	5,4	5,7	6,0 - <b>6,6</b> - 7,2	1,8	1,0 - <b>2,3</b> - 4,0	1,5 - <b>3,0</b> - 5,0
Export	3,8	4,0	2,6 - <b>3,4</b> - 4,0	7,5	5,9 - <b>7,5</b> - 8,8	5,2 - <b>8,1</b> - 10,8
Import	6,1	7,1	7,0 - <b>8,0</b> - 9,5	6,0	4,0 - <b>6,0</b> - 9,0	4,5 - <b>7,0</b> - 10,5
GDP	3,5	3,2	2,7 - <b>2,9</b> - 3,0	2,7	2,7 - <b>3,2</b> - 3,7	3,0 - <b>3,6</b> - 4,2
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>						
A GDP százalékában	4,0	5,8	6,1 - <b>6,4</b> - 6,7	5,2	5,5 - <b>6,0</b> - 6,5	4,6 - <b>5,3</b> - 6,0
Milliárd euróban	2,8	4,2	4,5 - <b>4,7</b> - 4,9	4,0	4,3 - <b>4,7</b> - 5,1	4,0 - <b>4,5</b> - 5,0
<i>Folyó fizetési mérleg hiánya újrabefektetett jövedelmekkel</i>						
A GDP százalékában	6,1	n.a.	8,0 - <b>8,6</b> - 9,2	n.a.	7,2 - <b>8,1</b> - 9,0	6,1 - <b>7,3</b> - 8,5
<b>Államháztartás</b>						
Keresleti hatás	4,3	(-0,5)	(-0,1) - <b>(-0,4)</b> - (-0,7)	(-1,0)	0,4 - <b>(-0,8)</b> - (-1,9)	1,1 - <b>(-0,8)</b> - (-1,9)
<b>Munkapiac (versenyszféra)<sup>3</sup></b>						
Bérinfláció	12,6	9,3	9,0 - <b>9,2</b> - 9,7	8,1	7,8 - <b>8,3</b> - 10,8	5,5 - <b>6,5</b> - 9,0
Foglalkoztatottság	(-0,2)	0,0	(-0,3) - <b>0,0</b> - (0,2)	0,4	0,3 - <b>0,7</b> - 1,3	0,5 - <b>1,1</b> - 2,0
<b>Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam<sup>4</sup></b>						
Éves átlag	9,4	(-0,5)	0,3 - <b>0,8</b> - 1,5	(-2,6)	(-1,5) - <b>(-1,2)</b> - (-0,2)	(-1,5) - <b>(-0,8)</b> - (0,5)
IV. n.év	5,6	(-7,1)	(-3,6) - <b>(-3,2)</b> - (-2,7)	0,3	(-1,5) - <b>(-1,3)</b> - (0,0)	(-1,0) - <b>(-0,2)</b> - (1,0)

\* A táblában a centrális előrejelzés a vastaggal jelölt középső érték, mellette az előrejelzés alsó és felső határa, melyek közé 60 százalékos valószínűséggel eshet a változó értéke.

<sup>1</sup> A 2002-es adatoknál a KSH GDP-re vonatkozó 2003. október 21-i új adatközlését vettük alapul (lásd. V. 1. fejezet); előrejelzéseink azonban még a korábbi közlésen alapulnak.

<sup>2</sup> Fogyasztási kiadás.

<sup>3</sup> Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga.

<sup>4</sup> A pozitív érték felértékelődést jelent.

## Az MNB előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2003	2004	2005
<b>Fogyasztói árindex (december/előző év december, százalék)</b>			
MNB <sup>1</sup>	5,1	5,9	4,0
Európai Bizottság (2003. október)	4,9	5,1	3,8
Reuters felmérés (2003. október)	5,1	5,5	3,6
<b>Fogyasztói árindex (éves átlagos növekedés, százalék)</b>			
MNB <sup>1</sup>	4,6	6,6	4,2
Consensus Economics (2003. szeptember) <sup>2</sup>	4,7	5,5	n.a.
Európai Bizottság (2003. október)	4,6	6,1	4,1
IMF (2003. szeptember)	4,7	5,5	n.a.
Reuters-felmérés (2003. október)	4,6	6,1	4,1
<b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>			
MNB <sup>1</sup>	2,9	3,2	3,6
Consensus Economics (2003. szeptember) <sup>2</sup>	3,0	3,5	n.a.
The Economist felmérése (2003. november)	2,6	2,9	n.a.
Európai Bizottság (2003. október)	2,9	3,2	3,4
IMF (2003. szeptember)	3,0	3,5	n.a.
Reuters-felmérés (2003. október)	2,9	3,2	n.a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>			
MNB <sup>1</sup>	4,7	4,7	4,5
Consensus Economics (2003. szeptember) <sup>2</sup>	4,0	4,0	n.a.
Reuters-felmérés (2003. október)	4,4	4,2	n.a.
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>			
MNB <sup>1</sup>	6,4	6,0	5,3
The Economist felmérése (2003. november)	6,1	5,3	n.a.
Európai Bizottság (2003. október)	6,2	6,1	5,8
IMF (2003. szeptember)	5,7	5,4	n.a.

<sup>1</sup> Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések. Bizonyos gazdaságpolitikai változókra (forintárfolyam, kamat, fiskális politika) és külső feltevésekre (dollárárfolyam, olajár) nem feltétlenül a legvalószínűbb esetet vesszük alapul, hanem szabályok alapján készül az előrejelzés. Így az MNB előrejelzések nem mindig hasonlíthatók össze közvetlenül másokéval.

<sup>2</sup> A Consensus Economics Inc. (London), „Eastern Europe Consensus Forecasts” felmérése alapján. A fizetési mérlegnél a felmérés dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket 2003. szeptemberi euró/dollár keresztárfolyammal számítottuk át.

# I. INFLACIÓ





## I. 1. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA 2003 HARMADIK NEGYEDÉVÉBEN

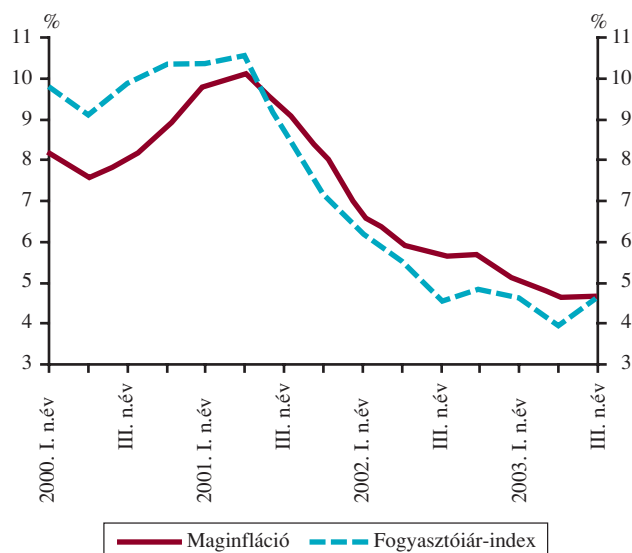
### I. 1.1. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A legutóbbi negyedév fogyasztóiár-index szempontjából legfontosabb fejleménye, hogy megszakadt az inflációs célkövetés rendszerének bevezetése, azaz a 2001 júniusa óta tartó csökkenő inflációs trend.<sup>1</sup> A 2003. októberben mért 4,9%-os fogyasztóiár-emelkedés visszatérést jelent a 2002 első felét jellemző magas értékekhez.<sup>2</sup>

Bár a nyár folyamán tapasztalt inflációnövekedésnek technikai okai is voltak (bázishatás), az előző negyedév átlagánál 0,8 százalékponttal magasabb harmadik negyedéves átlagos árindex mögött elsősorban a gazdaság működésével összefüggő, a monetáris politika által is befolyásolt folyamatok húzódnak meg.

#### I-1. ábra

**A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása**  
(előző év azonos időszakához képest)

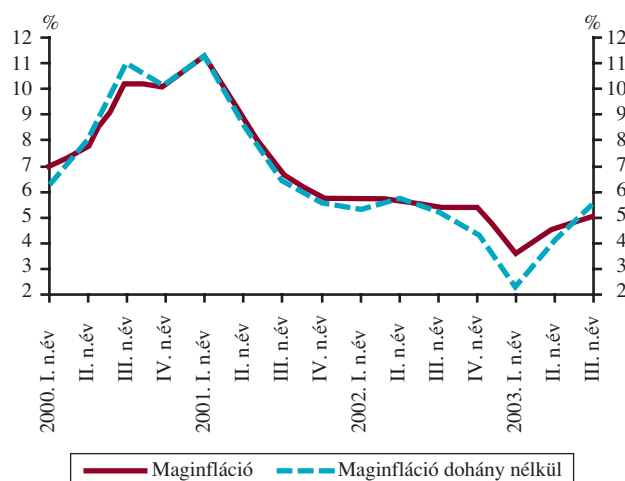


Az infláció felgyorsulását különösen jól mutatja a maginfláció negyedéves növekedése. Mind a Központi Sta-

tisztikai Hivatal (KSH) által hivatalos, mind az MNB által számított dohánytermékek nélküli index egyértelműen jelzi az árnövekedés – már az előző negyedévben elkezdődött – felgyorsulását. Az is látható, hogy ez a folyamat nem köthető egyetlen termékkörhöz sem, ha-

#### I-2. ábra

**A maginfláció negyedéves alakulása**  
(évesített negyedéves változások, szezonálisan igazítva)



nem minden, a monetáris politika által befolyásolható termékcsoporthoz tartozó esetében megfigyelhető.

A maginfláció által le nem fedett körben (feldolgozatlan élelmiszerek, üzemanyagok, regulált árak) végbement folyamatok közül ki kell emelni azt a már korábban jelzett technikai hatást, amely a televízió-előfizetési díj eltörléséből, s így annak a bázisból történő kikerülésével járt. Ez júliusban önmagában 0,2 százalékponttal emelte az árindexet.

Ugyanakkor csökkent a járműüzemanyagok árindexe. Ennek oka a negyedév elején nagyrészt a tavalyi magas bázis volt, hiszen a benzin árszintje a forintban számolt olajárak emelkedésének hatására ekkor inkább nőtt.

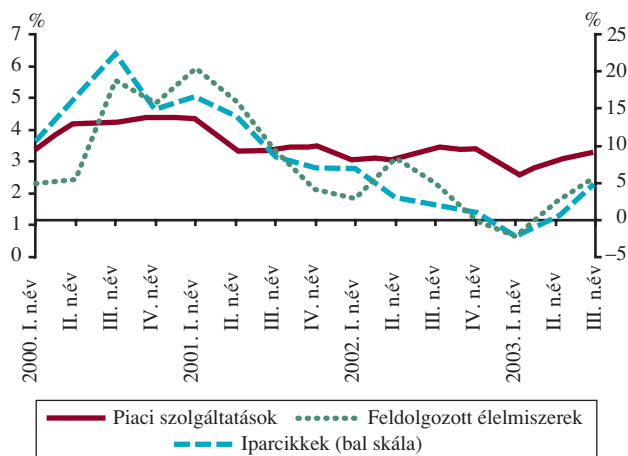
<sup>1</sup> Elemzésünk lezárta érkezett be a 2003. októberi inflációs adat. Az új információkat a tények elemzésében (az I. 1. fejezetben) és a rövid távú inflációs előrejelzés kialakításakor (lásd I. 2. fejezet) egyaránt érvényesítettük.

<sup>2</sup> 2003. októbert megelőzően utoljára átmenetileg csak 2002 októberében, illetve tartósan 2002 első felében volt 4,9% vagy magasabb a fogyasztóiár-index értéke.

I-3. ábra

### A maginflációt alkotó fontosabb termékkörök árának alakulása

(évesített negyedéves változások, szezonálisan igazítva)



Szeptember – október során azonban már havi szinten is csökkent a járműüzemanyagok árszintje.

A feldolgozatlan élelmiszerek ár alakulása eltérő képet mutatott a szeptemberig terjedő időszakban és október hónapban. Az idei év során, az év eleji megugrás óta egészen szeptemberig ugyanis (a szezonális folyamatoktól eltekintve) gyakorlatilag folyamatosan esett a feldolgozatlan élelmiszerek átlagos ára. Októberben azonban a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje egy hónap alatt hirtelen mintegy 4%-ot ugrott, jellemzően a zöldség-gyümölcs csoport áremelkedése miatt. A jelenség regionálisan is megfigyelhető volt.

A szabályozott árak alakulásával kapcsolatban a telefon, azon belül is főleg a csak technikai okokból a szabályozott árak között szereplő mobiltelefon-percdíjak alakulása érdemel külön figyelmet, hiszen az erős piaci verseny szeptemberben itt árcsökkentéshez vezetett. Ez a folyamat azonban az októberi statisztika szerint megállt.

#### I. 1.2. A LEGUTÓBBI ELŐREJELZÉS ÉS A TÉNYEK ÖSSZEVETÉSE

Az augusztusi *Jelentésben* publikált előrejelzésünk a 2003. harmadik negyedévi fogyasztóiáriszindexre 4,8%, míg a maginflációra 4,5% volt. A tények nem különböztek jelentősen az előrejelzéstől, de az eltérés iránya a két mutatónál ellenkező: míg a teljes árindex előrejelzésünkénél 0,1 százalékponttal alacsonyabb, addig a maginfláció ugyanennyivel magasabb lett.

Az inflációs előrejelzés fontosabb magyarázó változóinak alakulása nagyjából megfelelt az augusztusi *Jelentésben* feltételezettnek. A maginflációs prognózis hibája pedig a szokásos hibahatáron belül volt, így ennek nincs

I-1. táblázat

### Az augusztusi előrejelzés és a tények összevetése

	Súly (%)	Harmadik negyedévi tények	Előző előrejelzés	Eltérés	Eltérések hatása a teljes árindexre
Maginfláció	68,1	4,6	4,5	0,1	0,1
Feldolgozatlan élelmiszerek	6,3	0,1	3,5	-3,4	-0,2
Járműüzemanyag és piaci energia	6,2	2,9	2,2	0,7	0,0
Szabályozott árak	19,4	6,9	7,0	-0,1	0,0
<b>Fogyasztóiáriszindex</b>	<b>100,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

I-2. táblázat

### Az augusztusi előrejelzés főbb feltevései és tények

	Augusztusi előrejelzésben	Harmadik negyedéves tények
Versenyszféra-bérinfláció	9,1	9,0*
Munkaegységköltség (ULC)	4,9	5,2*
Vásárolt lakossági fogyasztás	6,9	7,4*
Forint/euró árfolyam (forint)	264,0	259,7
Dollár/euró árfolyam (cent)	113,8	112,5
Brent olajár (dollár/hordó)	28,1	28,5
Importáltiparicikk-infláció**	1,0	0,7

\* Ténybecslés.

\*\* Évesített havi növekedési ütemek.

következménye a jelenlegi előrejelzésre nézve. Hasonlóképpen, a járműüzemanyagok előre jelzetténél magasabb árindexét a forintban számolt olajáraknak a – technikai szabályaink szerint – feltételezetténél magasabb szintje indokolja.

Más a helyzet a feldolgozatlan élelmiszerekkel kapcsolatban. Az előre jelzetténél alacsonyabb harmadik negyedéves tényt számok oka az, hogy a nyári aszály miatt az általunk és a piaci elemzők által is valószínűsített ár-emelkedés szeptemberig nem történt meg (aztán októberben nagy erővel jelentkezett).

## I. 2. A FOGYASZTÓIÁR-INDEX ELŐREJELZÉSE

Aktuális *Jelentésünkben* a 2004 végére vonatkozó inflációs előrejelzésünket 5,9 százalékra emeljük, míg a 2005 decemberére adott prognózisunk 4,0 százalék. A 2004-re vonatkozó előrejelzés meghaladja a célsáv felső szélét, míg a 2005-ös érték a célsáv középső részén található. A 2005-re prognosztizált defláció háttérben az a feltevésünk áll, hogy a jövő évi indirekt adó-emelések nem növelik meg az inflációs várakozásokat és a béremelkedés ütemét.

Előrejelzésünk szerint a fogyasztói infláció 2004 közepéig erőteljesen emelkedni fog, és a jövő év folyamán – leszámítva az év végét – 6 százalék fölött lesz. Ennek háttérben alapvetően a költségvetési politika által vezérelt változások állnak. Ezt mutatja, hogy a fiskális politika közvetlen hatásaitól megtisztított nettó inflációs muta-

tók az előrejelzési horizont egészen gyakorlatilag stabilan alakulnak, leszámítva azt a bázishatást, amit a 2003 második negyedévi alacsony árindex okoz. Az áfaemelés közvetlen, technikai hatása 2004 folyamán kb. 1,4 százalékponttal emeli meg az inflációt. A jövedéki adók emelésének inflációs hatása a jövő év során folyamatosan növekedni fog, az év végén mintegy 0,8 százalékponttal emeli meg az inflációt. A szabályozott árú javak körében – meghatározó módon a már megvalósult, illetve bejelentett intézkedésekre alapozódó – feltételezett áremelkedés elsősorban a jövő év első felében növeli az inflációt, a második felében az inflációval közel egyező mértékű lesz.

Bár az infláció jövő évi emelkedése mögött elsősorban a költségvetési politikai intézkedések állnak, mint lát-

### I-3. táblázat

A fogyasztóiár-index alap-előrejelzése (előző év azonos időszakához képest, százalék)

	Súly	Tény				Előrejelzés							
		2003				2004				2005			
		I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
Maginfláció	68,1	5,0	4,7	4,7	4,7	6,1	6,7	6,4	6,1	5,0	4,4	4,1	4,1
Feldolgozatlan élelmiszer	6,3	-0,8	-2,3	0,1	3,4	5,1	7,6	9,4	5,1	2,8	3,4	5,7	6,3
Járműüzemanyag és piaci energia	4,7	12,5	3,7	2,9	1,8	-0,3	3,3	-0,1	-0,6	-1,5	-1,2	-0,7	-0,3
Regulált árak	19,4	3,0	3,9	6,9	7,5	10,6	9,9	8,7	8,5	4,9	5,0	4,8	5,0
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>100,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Éves átlag		4,6				6,5				4,2			

	2003. december	2004. december	2005. december
Maginfláció	4,7	5,7	4,0
Feldolgozatlan élelmiszer	4,2	4,3	5,1
Járműüzemanyag és piaci energia	2,9	-0,4	0,4
Regulált árak	7,1	8,8	5,0
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,0</b>

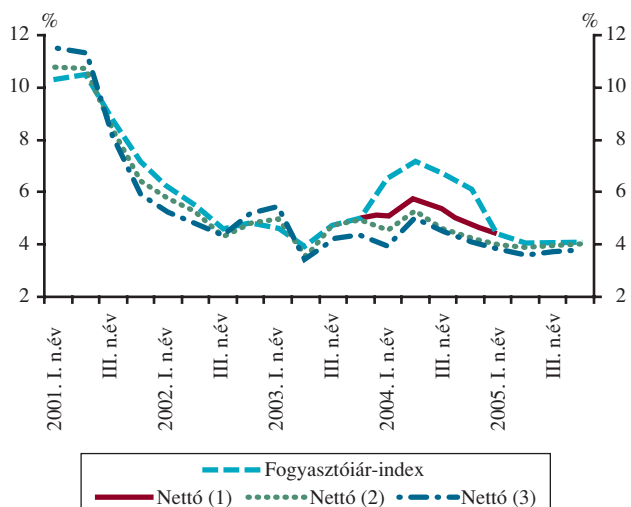
## I-4. táblázat

Az aktuális előrejelzés eltérése a 2003. augusztusi előrejelzéstől (adott év decemberére vonatkozó előrejelzések)

	Augusztusi előrejelzés		Mostani előrejelzés		Eltérés (mostani – augusztusi előrejelzés)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Maginfláció	5,0	5,5	4,7	5,7	-0,3	0,2
Feldolgozatlan élelmiszerek	3,8	6,8	4,2	4,3	0,4	-2,5
Járműüzemanyag és piaci energia	2,2	-1,2	2,9	-0,4	0,7	0,8
Regulált árak	7,3	8,6	7,1	8,8	-0,2	0,2
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>

## I-4. ábra

A fogyasztóiár-index és különböző nettó inflációs mutatók alakulása\* (előző év azonos időszakához képest)



\* A nettó (1) infláció a fogyasztóiár-indexet az áfaemelés közvetlen hatásától megtisztítva mutatja. Ez közvetlenül összevethető az augusztusi Jelentésben szereplő nettó inflációval. Az itt bemutatott nettó (2) mutató közelíti az áfaemelés közvetlen hatásától és a jövedéki adótól is tisztított fogyasztóiár-indexet. A nettó (3) mutató ezenkívül a szabályozott árakat sem tartalmazza.

ható, a tisztán piaci folyamatok körében sem várható az infláció csökkenése. A dezinfláció ellen hat a tavaly, illetve az idei év első felében jellemzőnél gyengébb forintárfolyam-feltevés és a lakossági kereslet, illetve a versenyszektor bérinflációjának igen lassú csökkenése is. Emellett az idei év első felében megfigyelt mérsékelt áremelkedés alacsony bázist teremt a jövő évi inflációnak.

## I-5. táblázat

A fogyasztóiár-index és egyes nettó mutatók 2004-et jellemző értékei\*

	2004. IV. negyedév	2004. éves átlag
Fogyasztóiár-index	6,1	6,6
Nettó (1)	4,7	5,2
Nettó (2)	4,3	4,7
Nettó (3)	4,1	4,4

\* Éves változás százalékban.

A 2004 második felében csak lassan mérséklődő infláció 2005 elején gyorsan 5 százalék alá csökkenhet, mivel az árindexből kikerül az áfaemelés egyszeri árszint-növelő hatása. Ezután 2005 folyamán lassan mérséklődő, illetve stagnáló inflációt várunk. A centráls előrejelzésünk háttérben alapvetően az a feltevésünk áll, hogy a jövő évi magas áremelkedési ütem nem épül be az inflációs várakozásokba.

## I. 2.1. RÖVID TÁVÚ ELŐREJELZÉS – 2003

Az idei év végére 5,1 százalékos, a negyedik negyedév átlagában pedig 5,0 százalékos inflációt várunk. Ez mindkét esetben lényegében megegyezik legutóbbi előrejelzésünkkel. A megelőző időszak alacsony inflációjához képest a fogyasztóiár-index várható növekedését elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek gyors áremelkedése és a maginfláció stagnálása okozzák.

Prognózisunk szerint a maginfláció éves összevetésben 2003. negyedik negyedévében lényegében nem változik a megelőző két negyedévhez képest. Ennek háttérben két ellentétes folyamat áll. Míg a monetáris politika számára releváns tételek többségénél az infláció mérsékelt növekedésére számítunk, addig azt ellentételezheti az alkohol és dohánytermékek összességében lassuló áremelkedése.

Ugyanakkor a monetáris politika számára exogén tételeknél többnyire gyorsuló áremelkedésre számítunk. A feldolgozatlan élelmiszerek körében – elsősorban a nyári csapadékszegény időjárás miatt – az őszi folyamán további áremelkedés valósulhat meg. Elsősorban a zöldségek és a gyümölcsök esetében számítunk gyors áremelkedésre.

A szabályozott árak negyedik negyedévi magas inflációját több tényező indokolja. A leglényegesebbek ezek közül az elektromos energia, a központi és távfűtés, illetve a távolságibusz-közlekedés árainak idei emelése.

## I. 2.2. HOSSZABB TÁVÚ ELŐREJELZÉS – 2004

2004 végére 5,9 százalékos inflációt várunk. Ez 0,1 százalékpontos emelkedés az augusztusi Jelentéshez ké-

## I-6. táblázat

Az aktuális és az augusztusi *Jelentés* főbb feltevései

	Augusztusi előrejelzés		Mostani előrejelzés			Eltérés (mostani – augusztusi feltevés)	
	2003	2004	2003	2004	2005	2003	2004
Versenyszféra-bérinfláció*	9,3	8,1	9,2	8,3	6,5	-0,1	0,2
Munkaegységköltség*	5,1	3,9	5,2	4,6	3,0	0,1	0,7
Vásárolt lakossági fogyasztás*	7,6	1,0	7,8	2,3	2,6	0,3	1,3
Forint-euró árfolyam (forint)**	264,0	264,0	255,5	255,5	255,5	-8,5	-8,5
Dollár/euró árfolyam (cent)**	113,8	113,8	116,9	116,9	116,9	3,1	3,1
Brent olajár (dollár/hordó)***	28,1	25,3	28,9	25,5	23,8	0,8	0,2
memo: Brent olajár (forint/hordó)	6517,0	5881,0	6320,9	5572,0	5193,4	-196,1	-309,0
Importáltiparcikk-infláció****	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0

\* Éves átlag.

\*\* Október havi átlag.

\*\*\* Határidős árak alapján.

\*\*\*\* Évesített havi növekedés.

pest. Az éves átlagos inflációra vonatkozó előrejelzésünk 0,1 százalékponttal, 6,6 százalékra növekedett.

Az augusztusnál magasabb 2004-es inflációs prognózis több tényező eredőjeként adódik. A most használt erősebb forintárfolyam az augusztusi előrejelzéshez képest alacsonyabb infláció felé mutat. Ugyanakkor a makrogazdasági folyamatok, a megvalósult és tervezett költségvetési politikai intézkedések, illetve az Országgyűlés elé benyújtott törvényjavaslatok várható hatása összességében magasabb inflációt eredményezhetnek.

## I-7. táblázat

## A 2004 decemberére vonatkozó inflációs előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest\*

Tényező megnevezése	2004. decemberi inflációra gyakorolt hatás (százalékpont)
<b>Forintárfolyam-feltevés</b>	<b>-0,40</b>
Lakossági fogyasztás	0,00-0,10
Munkaegységköltség	0,00-0,10
Inflációs várakozások	0,00-0,10
<b>Makrogazdasági folyamatok összesen</b>	<b>0,00-0,10</b>
Áfaemelés teljes hatása	-0,20
Jövedékiadó-emelés	0,50
Termelőigázár-emelés	0,10
Egyéb adóintézkedések	0,10
Szabályozott termékkör	0,05
<b>Költségvetési intézkedések összesen</b>	<b>0,55</b>
<b>Egyéb folyamatok**</b>	<b>-0,10</b>
<b>Inflációs hatások összesen</b>	<b>0,1</b>

\* Közelítő, illusztratív számítások.

\*\* Egyéb: olajár, euró/dollár árfolyam, feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása stb.

## Monetáris politikai (árfolyam) feltevés

Az augusztusi *Jelentésben* feltételezett nál már az elmúlt két hónapban is erősebb forintárfolyam alakult ki. Előrejelzési szabályunknak megfelelően aktuális prognózisunkban a teljes előrejelzési horizonton a *Jelentés* lezárását megelőző hónapban, azaz októberben kialakult átlagosan 255,5 forint/eurós árfolyammal számolunk. Ez az előző *Jelentésben* feltételezett nál több mint 3 százalékkal felértékeltébb árfolyamfeltevést jelent.

Az erősebb forintárfolyam közvetlenül az iparcikkek, különösen a tartós iparcikkek és egyes élelmiszerek árát befolyásolja. Az erősebb árfolyam összességében becslésünk szerint a fogyasztóiár-indexet 2004 végén 0,4 százalékponttal csökkentheti az augusztusi prognózishoz képest.

## Makrogazdasági folyamatok

A lakosság rendelkezésre álló jövedelme jövőre – első sorban a személyi jövedelemadó tervezett csökkentéséből eredően – a korábban feltételezett nál nagyobb lehet, amely a lakossági fogyasztás – augusztusi előrejelzésünkhöz képest – gyorsabb növekedését eredményezheti. A nagyobb aggregált kereslet pedig a fogyasztói árak növekedésének irányába mutat. Az augusztusi *Jelentésben* feltételezett nál erősebb árfolyam és magasabb kereslet miatt a piaci szolgáltatások és az iparcikkek közötti inflációs különbség a következő egy évben a jelenleginél is nagyobbra nyíthat.

Aktuális *Jelentésünkben* a munkaegységköltség növekedése 2004-ben a piaci szektor egészében lényegében megegyezik az augusztusi *Jelentésben* előre jelzettel. Ugyanakkor annak belső szerkezete eltérő. A feldolgozóiparban a korábban feltételezett nál alacsonyabb lehet az

egy munkaegységre vetített teljes munkaerőköltség, a piaci szolgáltatások esetében viszont magasabb. Mivel a szolgáltatások inflációjában meghatározó a belföldi bérköltségek alakulása, a korábban feltételezettel összességében megegyező mértékű, de eltérő szerkezetű munkaegységköltség-növekedés emelheti a jövő évi inflációt.

Az inflációs várakozások emelkedése szintén az infláció növekedését eredményezheti. A Reuters piaci elemzők körében végzett havi rendszerességű felmérése szerint az augusztusi *Jelentés* megjelenése óta a 2004 végére vonatkozó inflációs várakozások mintegy 1,5 százalékponttal növekedtek. Ennek jelentős része nyilvánvalóan az indirekt adóemelések egyszeri áremelő hatását tükrözi, kisebb részben azonban az ettől független inflációs folyamatokat ragadhatják meg. Ez utóbbit támasztja alá, hogy a TÁRKI vállalati vezetők körében végzett felmérése már második negyedéve szintén a várt infláció növekedését mutatja.

Az augusztusi *Jelentésben* vázolthoz képest a lakossági fogyasztásban, a munkapiaci folyamatokban és az inflációs várakozások körében megfigyelt, illetve előre jelzett változások együttesen sem oltják ki az erősebb árfolyam hatását.

### A monetáris politika számára exogén folyamatok alakulása

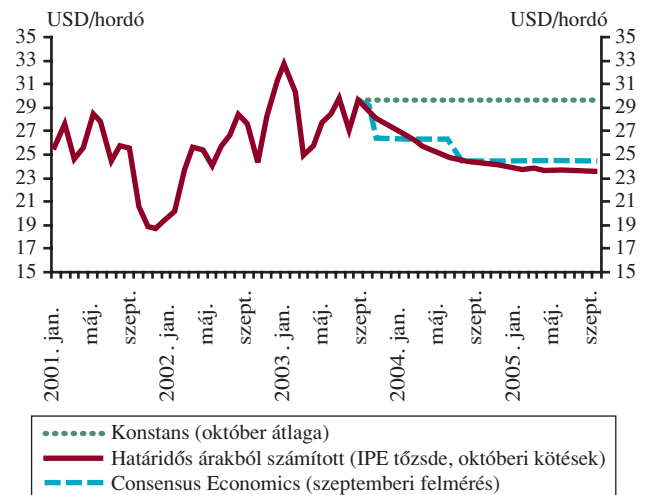
A feldolgozatlan élelmiszerekre vonatkozó árszint-előrejelzésünk a teljes 2004-es időhorizonton alacsonyabb az augusztusnál, amit több hatás együttesen eredményezett. A legfrissebb adatok szerint ezen termékcsoport ára októberben igen kiugró mértékben, mintegy 4 százalékkal nőtt. Ezt döntően a nyári csapadékszegény időjárás késleltetett hatásának tulajdonítjuk. Emiatt a nagymértékű áremelkedést hosszabb távon átmenetinek tekintettük. Emellett a korábbiaknál is határozottabban vált az a véleményünk, hogy az európai uniós csatlakozás összességében mérsékelheti a feldolgozatlan élelmiszerek növekedési ütemét. Egyrészt jelenleg számos, az Európai Unióból származó termék behozatala – egy bizonyos mennyiségi korlát felett – vámfizetési kötelezettséggel jár, ami a csatlakozás pillanatától kezdve megszűnik. Másrészt az európai szabályozási környezet és támogatási politika magyarországi közelítése már középtávon is elősegítheti a termelői árak konvergenciáját. Márpedig jó néhány élelmiszer esetében a magyarországi termelői árak mára elérték vagy meg is haladták az európai átlagot.<sup>3</sup>

A járműüzemanyag, illetve a piaci energia inflációjára vonatkozó előrejelzésünket a forint/euró és az euró/dollár

árfolyam erősödése ellenére felfelé módosítottuk a szabályunknak megfelelően most is alapul vett határidős Brent olajárak emelkedése miatt.

I-5. ábra

### Alternatív olajjárpályák



### A kormányzat hatókörébe tartozó intézkedések<sup>4</sup>

A költségvetési politika általános inflációs hatása előrejelzésünk szerint 2004-ben az augusztusi *Jelentéshez* képest mérsékelten növekedett. Bár az államháztartás keresleti hatására vonatkozó előrejelzésünk lényegében nem változott, annak szerkezete eltérő. Emiatt a lakosság rendelkezésre álló jövedelme és fogyasztási kereslete nagyobb lehet a korábban feltételezettnél. Mindazonáltal a költségvetési politika 2004-ben elsősorban az indirekt adók emelésén, illetve egyes szabályozott termékek átlagos infláció feletti feltételezett áremelésével okozhat inflációs nyomást.

Az Országgyűlés elé benyújtott törvényjavaslat szerint jövőre az általános forgalmi adó kulcsaiban, illetve az azok alá tartozó termékek és szolgáltatások körében jelentős változások várhatók.<sup>5</sup> A legalacsonyabb áfa kulcs 0 százalékról 5 százalékra nő, a kedvezményes kulcs 12 százalékról 15 százalékra emelkedik, míg a normál kulcs 25 százalék marad. Előrejelzésünket arra alapoztuk, hogy 2004-től a normál (25%-os) kulcsba kerül az elektromos energia, az egyéb energiahordozók (szilárd tüzelőanyagok, távfűtés, gáz) pedig a kedvezményes kulcsban maradnak (ami 2004-től 15%-ra emelkedik). A törvényjavaslat részben eltér – az augusztusi *Jelentésben* alapul vett – korábban meghirdetett költségvetési elképzelésekben megfogalmazottaktól.

<sup>3</sup> Árcsökkenéssel elsősorban a tej és a tejtermékek esetében számolunk. A tojás, burgonya, zöldség, búza és sertéshús termelői árak már jellemzően az európai árak szintjét közelítik. Lásd Ferenczi–Jakab–dr. Nagyné, „Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Az EU-csatlakozás várható hatása”, MNB Háttér tanulmányok, 2002/1 (lásd [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)).

<sup>4</sup> Az előrejelzésben a 2004-es fiskális politikára vonatkozó információkat november 5-ig bezárólag vettük figyelembe.

<sup>5</sup> T/5478. számú törvényjavaslat az adókról, járulékokról és egyéb költségvetési befizetésekről szóló törvények módosításáról.

Amint azt az előző *Jelentésben* részletesen kifejtettük, megkülönböztethető az adóváltoztatás árszínvonalat érintő közvetlen, illetve közvetett elsődleges hatása. A közvetlen hatás számszerűsítésekor feltételezzük, hogy a termelők és a kereskedők az adóemelést teljes egészében áthárítják a fogyasztókra, illetve az adócsökkentést hasonló módon teljes egészében érvényesítik áraikban. A meghirdetett áfaváltozások közvetlen elsődleges ár-emelő hatását az augusztusi *Jelentésben* 1 százalékra tettük. A törvényjavaslat azonban a költségvetési elképzelésekkel szemben nem tartalmazza a normál kulcs 25 százalékról 23 százalékra való csökkentését. Ez önmagában a közvetlen hatást mintegy 0,8 százalékponttal növeli. Ugyanakkor az eredeti elképzelésekkel szemben a személyszállítás, a piaci energiahordozók és a központi távfűtés nem került ki a kedvezményes kulcs alól, ami viszont közel 0,4 százalékponttal mérsékli a közvetlen hatást. Az áfaváltozások közvetlen elsődleges hatása így összességében 1,4 százalékpontra tehető.

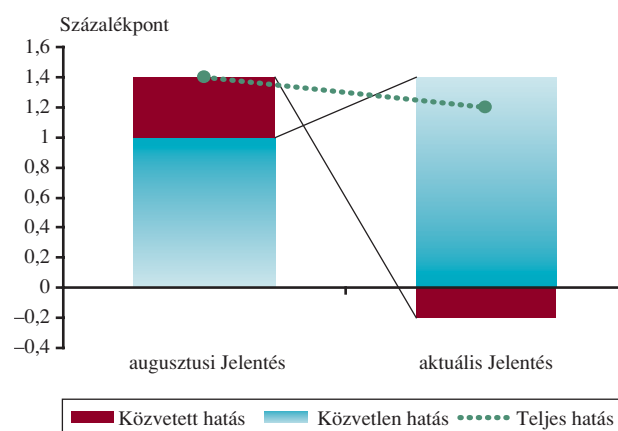
Ugyanakkor elképzelhető, hogy a gazdasági szereplők az áfakulcsok megváltozásából adódó tehernövekedést, illetve -csökkenést csak részben érvényesítik áraikban. Az árszínvonal ebből adódó megváltozását az áfaváltozások közvetett elsődleges hatásának neveztük.<sup>6</sup> Ennek mértékét az augusztusi *Jelentésünkben* 0,4 százalékra becsültük. Azonban a költségvetési elképzelésekben megfogalmazottakkal szemben a törvényjavaslat szerint az áfaterhelés nem csökken.<sup>7</sup> Ez azt jelenti, hogy közvetett hatás vagy nincs, vagy csökkenti az ár-emelkedést. Becslésünk szerint a gazdasági szereplők az áfaemelések mintegy 80 százalékát háríthatják át a fogyasztókra. Ennek megfelelően az áfaemelés közvetett elsődleges hatása közel -0,2 százalék lehet.

Összességében az áfaváltozások elsődleges hatása – az 1,4 százalékosra tehető közvetlen és a -0,2 százalékra becsült közvetett hatás eredőjeként – 1,2 százalékpont lehet. Az áfát érintő jogszabályváltozások tehát az általános inflációs folyamatokon túl ennyivel emelhetik meg az általános árszínvonalat. Azt, hogy az egyszeri árszintemelkedés milyen tovagyrúzó gazdasági folyamatokat indíthat el – azaz az áfaváltozásoknak milyen másodlagos, illetve általános egyensúlyi hatásai lehetnek – azt az alap-előrejelzést övező bizonytalanságoknál említjük meg.

Az augusztusi előrejelzéshez képest új információt jelent, hogy a jövedéki adók körében az általunk korábban vártnál is nagyobb adóemelésre kerül sor.<sup>8</sup> A dohánytermékek esetében mind a tételes, mind a százalékos adó nö-

I-6. ábra

### Az áfaemelés elsődleges inflációs hatásainak becslése



vekszik, amelynek eredményeként összességében az átlagos jövedékiadó-terhelés több mint 35 százalékkal emelkedik. Ebből kifolyólag a dohánytermékek átlagosan több mint 20 százalékkal kerülhetnek többre.<sup>9</sup> Az augusztusi *Jelentésben* a költségvetési elképzelésekben szereplő adatok alapján felekkora dohányjövédékiadó-emeléssel számoltunk. A többlet-dohányjövédékiadóemelés az inflációt önmagában mintegy 0,3 százalékponttal növeli az augusztusi előrejelzéshez képest.<sup>10</sup>

Korábban prognózisunk nem tartalmazta az alkoholdermékek jövedéki adójának növelését. A benyújtott törvényjavaslat alapján már számszerűsíthettük az ebből adódó ár-emelkedés mértékét és hatását a fogyasztóiár-index szintjén (0,1-0,2 százalékpont).

Ugyanakkor az augusztusi *Jelentésünkben* számoltunk a gázolaj jövedéki adójának 2,4 forintos csökkentésével. A csökkentés elmaradása korábbi előrejelzésünkhöz képest közel 0,1 százalékponttal emelheti meg prognózisunkat.

Összességében a jövedékiadó-emelés 2004-ben a fogyasztóiár-index szintjén mintegy 0,8 százalékpontos ár-emelkedést okozhat. Ez az augusztusi *Jelentéshez* képest 0,5 százalékpontos többletet jelent.

2003. október 15-étől a gázárak a nem lakossági körben átlagosan 16,4 százalékkal emelkedtek. Ugyanakkor az emelés differenciált, azaz van olyan gazdasági szereplő,

<sup>6</sup> A jövedéki adók esetében nem számoltunk ilyen közvetett hatással, mivel feltételezésünk szerint ebben az esetben a vállalatok a teljes emelést áthárítják a fogyasztókra.

<sup>7</sup> Kivéve a könyvet, amely a kedvezményesből a legalacsonyabb körbe kerül át.

<sup>8</sup> T/5478. számú törvényjavaslat az adókról, járulékokról és egyéb költségvetési befizetésekről szóló törvények módosításáról

<sup>9</sup> Feltételeztük a termelőiár-szint stabilitását és az adóemelés árakban való teljes megjelenését.

<sup>10</sup> Bár az adóemelés januártól hatályos, a készletek kifizetésének időigényessége miatt csak márciustól számítottunk arra, hogy az új árak megjelennek a boltokban. Emellett mintegy hét hónapra becsültük a teljes készletátviteli periódust. Ennek megfelelően a magasabb árak csak az ősz során jelenhetnek meg teljes mértékben az árstatisztikában.

akinél az emelés 2 százalékos, míg másoknál a 40 százalékos is elérheti. Véleményünk szerint elsősorban a külfölddel nem, vagy csak kismértékben versenyző piaci szolgáltatások képesek áthárítani megemelkedett energiaköltségüket a fogyasztókra. Szakértői becslésünk szerint, az itt jellemző gázfogyasztás alapján a piaci szolgáltatások körében 35 százalékra tehető az átlagos gázáremelés mértéke. Ennek a fogyasztói árakra gyakorolt hatásának kiszámításakor azt feltételeztük, hogy az érintett gazdasági szereplők egy része már idén megemeli fogyasztói árait. Összességében a termelői-gázár-emelés jövő őszig a fogyasztóiár-indexet mintegy 0,2 százalékponttal emelheti meg, a 2004. decemberi árindex pedig emiatt 0,1 százalékponttal lehet magasabb.

2004 folyamán új adónemek is bevezetésre kerülnek, melyek részben közvetve a termelő/szolgáltató vállalatok költségnövekedésén, részben közvetlenül a fogyasztók szintjén fokozzák az inflációs nyomást.

Az energiaadó a nem lakossági körben a gáz és elektromos energia árának növekedését eredményezi. Becslésünk szerint az érintett vállalatoknak a vezetékes gáz mintegy 5 százalékkal, az elektromos energia pedig 1,5 százalékkal kerül többre 2004. január 1-jétől.

Emellett a fogyasztási adó rendszere is átalakításra kerül. A kávé fogyasztási adója 2004. május 1-jétől megszűnik, ami akár 0,1 százalékponttal is csökkenthetné a fogyasztóiár-indexet. Véleményünk szerint azonban az adócsökkentést a kereskedők, illetve szolgáltatók csak részben érvényesítik áraikban.

A személygépkocsi-vásárlást terhelő fogyasztási adót 2004-től az üzembe állításhoz kapcsolódó regisztrációs adó váltja fel. Az új tételes adómértékeket összevetve a korábbi fogyasztásiadó-terheléssel megállapítható, hogy a regisztrációs adó bevezetése az árak növekedése irányába mutat. A regisztrációs adó és az energiaadó bevezetése összességében mintegy 0,1 százalékponttal növelheti a 2004-es árszínvonalat.

Azoknál a szabályozott árú termékeknél, ahol nincs hivatalos információnk, továbbra is szabályalapú előrejelzést alkalmazunk. Ez azt jelenti, hogy azoknál a javaknál, ahol nem rendelkezünk megalapozott információkkal a jövőbeni áralakulásukkal kapcsolatban, ott az adott termék és a piaci szolgáltatások éves átlagos nettó inflációja – 8,5 százalék – prognózisunkban megegyezik egymással.

Ennél magasabb áremeléssel számolunk a csatornadíj, a személyszállítás és a postai díjak esetében. A csatornadíjknál feltételezett magasabb áremelés oka, hogy a bevezetendő környezetterhelési díj elsősorban a csator-

naszolgáltató szervezeteket sújtja, amelyek növekvő terheiket részben a fogyasztókra terhelhetik. A személyszállítási díjak esetében nagyságrendileg 10 százalékos áremeléssel számoltunk. A szabályalapúnál mérsékelten nagyobb emelés feltételezését e körben az indokolja, hogy a fogyasztóiár-kiegészítés mértéke bizonyos kategóriákban 2004-ben csökken a benyújtott törvényjavaslat szerint.<sup>11</sup>

Ugyanakkor a lakossági vezetékesgáz-, illetve a telefondíjak esetében az átlagosnál kisebb áremelkedéssel számolunk. Az előbbi esetében a már bejelentett év eleji 5,4 százalékos emelésen kívül előrejelzésünk nem tartalmaz további áremelést, míg a vezetékes- és mobiltelefon-díjknál a szektorban kiéleződött verseny miatt a jövő év során összességében árcsökkenésre számítunk.

### I. 2.3. HOSSZABB TÁVÚ ELŐREJELZÉS – 2005

Alapelőrejelzésünket arra a feltevésre írtuk fel, hogy a 2004-es áfa- és egyéb indirekt adóváltozások nem jelennek meg a bér- és árvárakozásokban, a piaci szereplők azokat egyszeri árszintemelkedésként értelmezik. Ebben az esetben 2005 végére 4,0 százalékos, éves átlagban 4,2 százalékos inflációt várunk. Ez számottevő dezinflációt jelent a magas 2004-es előrejelzésünkhöz képest.

Ennek egyik oka, hogy a 2004-es indirekt adóemelések jelentős, alacsonyabb 2005-ös fogyasztóiár-indexhez vezető bázishatást jelentenek. A 2004 végére várt 5,9 százalékos inflációból 1,2 százalékos az áfaemelés, míg további 0,4 százalékos az uniós csatlakozás miatt szükséges, „trendszerű” jövedékiadó-emelésen felüli, egyszerinek tekinthető jövedékiadó-emelések okoznak. Így 2005 elején gyors árindexcsökkenésre számítunk, az első negyedév átlagában 4,4 százalék lehet az inflációs ütem.

Előrejelzésünk szerint 2005 folyamán további 0,3 százalékpontot csökkenhet az infláció, ami több tényező eredőjeként adódik. Bár az infláció növekedése felé mutat, hogy prognózisunk szerint 2005-ben a lakossági fogyasztás gyorsulni fog a megelőző évhez képest, a munkapiaci folyamatok dezinflációs hatása ennél erősebb lesz. Az előrejelzésben feltételezett forintárfolyam dezinflációs hatása már nem közvetlenül a termékpiacokon, hanem inkább a béremelkedés visszafogásán keresztül érvényesül. Így 2005-ben lassan csökkenő munkaköltség-növekedésre számítunk – feltételezve, hogy a jövő évi indirekt adóemelések hatása nem jelenik meg az inflációs és bérvárakozásokban. A munkapiaci folyamatok mellett a költségvetési politika 2005-re – a kormány Középtávú Gazdasági Programja (továbbiakban PEP) alapján – feltételezett keresletszűkítő magatartása szintén dezinflációs irányba mutat.

<sup>11</sup> T/5479. számú törvényjavaslat a fogyasztóiár-kiegészítésről.



A monetáris politika számára exogén tények körében is deflációra számítunk. A járműüzemanyagok és a piaci energia inflációjára vonatkozó előrejelzésünk mérséklődik, mivel a prognózisban használt határidős olajárak 2005 végéig folyamatosan csökkennek. A feldolgozatlan élelmiszerek körében az uniós csatlakozásból eredően visszafogott áremelkedéssel számolunk.

A szabályozott javak esetében is a korábbi évekhez képest alacsonyabb áremelkedéssel számolunk. Ezt alapve-

tően az magyarázza, hogy azoknál a termékeknél, ahol nincs hivatalos információ, ott a szabályozott termékek áremelkedése megegyezik a piaci szolgáltatások inflációjával, ami pedig 2005-ben kisebb, mint 2004-ben.

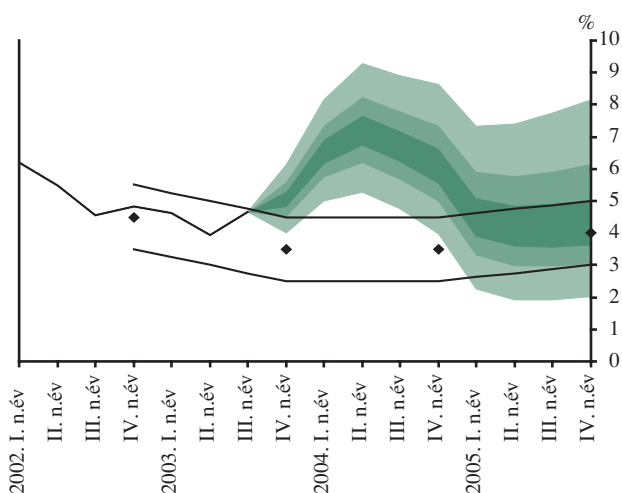
Összességében alap-előrejelzésünk szerint 2005 során a makrogazdasági folyamatok, a feltételezett költségvetési konszolidáció és a monetáris politika számára exogén folyamatok együttesen csökkentik az infláció ütemét.

### I. 3. AZ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉST ÖVEZŐ BIZONYTALANSÁG

Alap-előrejelzésünket jelentős bizonytalanság övezi. Szakértői véleményünk szerint miközben jövőre nagyjából hasonló valószínűséggel lehet a fogyasztóiár-index az alap-előrejelzésnél magasabb illetve alacsonyabb; addig 2005-ben az alap-előrejelzésnél magasabb infláció kialakulásának érzékelhetően nagyobb a valószínűsége.

I-7. ábra

#### Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\*



\* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint módozst) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. Az év végi pontok a meghirdetett inflációs célok értékét, a két vonal a célokhoz rendelt  $\pm 1\%$ -os toleranciasávot mutatja.

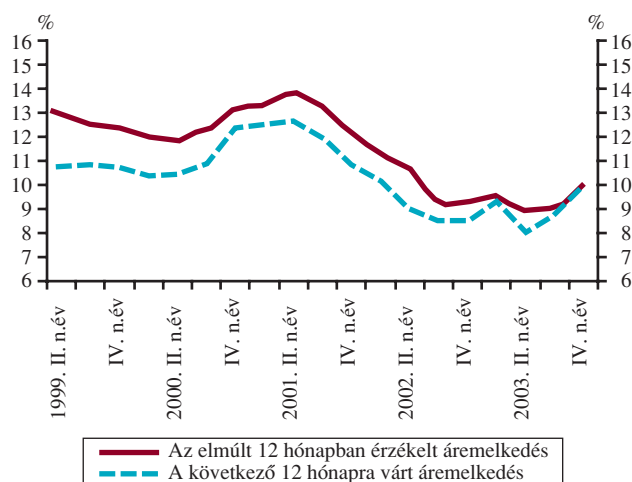
Az alap-előrejelzés kiemelhető kockázata 2004-ben egyfelől az indirekt adók emelésének a várakozásokra gyakorolt esetleges hatása, másfelől az EU-csatlakozás miatt megszűnő vámok dezinflációs hatása bizonytalanságából fakad. Az előbbi kockázat magasabb, az utóbbi alacsonyabb infláció felé mutat. Összességében a kockázatok eloszlását a jövő évi előrejelzés tekintetében közel szimmetrikusnak látjuk, azaz nagyjából hasonló valószínűséggel lehet a fogyasztóiár-index az alap-előrejelzésnél magasabb és alacsonyabb.

2005-re azonban más a helyzet: lényegesen nagyobb esély van az alap-előrejelzésnél magasabb infláció kialakulására. Ez főként az inflációs várakozások 2004-es indirekt adóemelések miatti esetleges emelkedéséhez köthető. Az inflációs várakozások esetleges megemelkedése közvetlen módon – az áremeléseken keresztül –, illetve közvetett módon, a béremelkedés ütemének alakulásán keresztül is emelné az inflációt. A jelenség fontosságára utal, hogy a TÁRKI vállalati körben végzett felmérése szerint már idén, az év közepétől látható az inflációs várakozások emelkedése.

I-8. ábra

#### A vállalatok inflációs észlelése és várakozása\*

(infláció mértéke, előző év azonos időszakához képest)



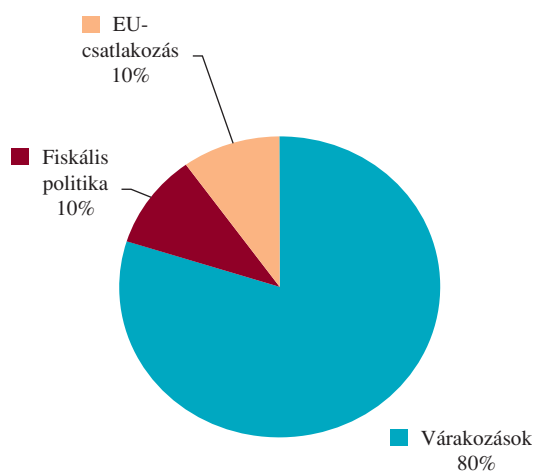
\* A TÁRKI vállalati felmérése alapján.

További, magasabb infláció irányába mutató kockázatot jelent, ha a fiskális politika keresletszűkítő hatása az alap-előrejelzésben feltettnél kisebb lenne 2005-ben. Ez a kockázat a fiskális keresleti hatás alap-előrejelzése (GDP arányában 0,8% szűkítés) és a „változatlan fiskális politika” elvére felírt előrejelzés (1,1% keresletbővítő hatás) közötti jelentős különbségből adódik (I. II.1.2 fejezet). Ez utóbbi ugyanis szemléletileg a jelenlegi ismereteink szerint konkrét intézkedésekkel le nem fedett fiskális politikai kockázatot méri.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> A szabályalapú fiskális előrejelzés kialakításáról lásd 2003. augusztusi Jelentés V. 2 fejezetét.

I-9. ábra

### A bizonytalanság irányát befolyásoló tényezők 2005-ben



A 2005-ben a fentiek miatt kialakuló, felfelé mutató bizonytalanságot kismértékben enyhíti az EU-csatlakozás – vámok megszűnéséből, illetve a fokozódó versenyből fakadó – esetleges deflációs hatása.

A korábban meghirdetett, hivatalos inflációs célok teljesülésének valószínűségeit vizsgálva megállapítható, hogy 2004 végén az infláció szinte biztosan a célsáv felső szélé felett lesz, hiszen azt már az alap-előrejelzés is jóval meghaladja. A célsáv felső szélénél magasabb infláció kialakulásának valószínűsége 2005 végén is igen jelentős, ezt azonban a kockázatok iránya magyarázza, hiszen az ekkorra adott alap-előrejelzés értéke megegyezik a céllal. A célsáv alatti infláció kialakulásának esélye 2004-ben elenyésző, és 2005 végén sem számottevő.

I-8. táblázat

### A célsávon kívül eső inflációs értékek valószínűségei

	Célsáv alsó szélé alatt	Célsáv felső szélé felett
2004 végén	0%	92%
2005 végén	13%	47%



## **II. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA**



## II. 1. KERESLET

A gazdasági növekedés várható ütemét idénre 2,9 százalékra becsüljük. A jövő évre előrejelzésünk szerint a belföldi kereslet növekedési üteme visszaesik, de a külső kereslet élénkülésével a gazdasági növekedés gyorsul, összességében 3,2 százalékos lesz. Aktuális *Jelentésünkben* első ízben közöljük a 2005-re vonatkozó előrejelzésünket, amelyben – a fiskális kiigazítás folytatódását feltételezve – 3,6 százalékos növekedéssel számolunk.

A gazdasági növekedés alakulása az augusztusi *Jelentéshez* viszonyítva lényegesen megváltozott a rendelkezésre álló tényadatok, illetve az időközben konkretizálódott 2004-es fiskális pálya és az egyéb feltételezések változása következtében. Lényeges változást jelent az augusztusi előrejelzéshez képest, hogy jövőre a lakossági fogyasztás növekedése – az adórendszer korábban meghirdetett képesti eltérő módosulása miatt – a korábban feltételezettől kevésbé lassul. Ez az egyik oka annak, hogy 3,2 százalékra emeljük a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket.

Előrejelzésünk több tényezője is megváltozott az augusztusi *Jelentés* óta. Ezek közül a nominális árfolyamra, a fiskális politikára – különösen a személyi jövedelemadóra és az áfakulcsokra – vonatkozó feltételezésünk

változtatja meg leginkább a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket.

A fiskális pályát illetően augusztusi *Jelentésünkben* a jövő évre a júliusban tervezett költségvetési intézkedések megvalósulását tételeztük fel. Az akkori tervezetben a lakosság felé erőteljesebb fiskális keresleti szűkítés szerepelt. Jelen előrejelzésünk már a benyújtott költségvetésen alapul. A költségvetésben a fiskális kiigazítás a lakosság felé kevésbé lesz erőteljes – a személyijövedelemadó-tábla változása miatt –, mint azt korábban feltételeztük. Ennek hatására a jövő évre vonatkozó előrejelzésünkben a lakossági fogyasztás üteme továbbra is csökken, de az augusztusi *Jelentésben* feltételezettől kisebb mértékben.

A növekedési előrejelzés változása a fentiekén kívül még több tényező együttes hatásának eredménye. Exportpiacaink mérete más képet mutat, mint az augusztusi *Jelentésben*: az utólagos külföldi adatrevíziók következtében a külső kereslet szintje alacsonyabb lett. Ez a korrekció érinti az exportra és a feldolgozóipari beruházásra vonatkozó előrejelzésünk szintjét. A 2003-as eddig rendelkezésre álló exporttényadatok és a külső kereslet közötti kapcsolat jobban magyarázható a revideált külső kereslettel. A külső keresletre vo-

### II-1. táblázat

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

	Tény				Előrejelzés		
	2001	2002*	2002**	2003. I. félév	2003	2004	2005
Lakossági fogyasztás	5,3	8,8	9,4	7,9	7,2	1,7	2,5
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,7	10,2	10,5	8,7	7,8	2,3	2,6
Természetbeni társ. juttatások	3,8	3,0	4,9	4,4	4,0	-1,0	2,0
Közösségi fogyasztás	4,9	1,5	5,0	5,7	4,0	1,5	2,0
Állóeszköz-felhalmozás	3,5	5,8	7,2	0,5	3,6	3,9	4,5
„Belföldi végső értékesítés”****	4,8	7,3	8,4	6,2	6,0	2,2	2,9
Belföldi felhasználás	1,9	5,1	5,4	6,6	6,6	2,3	3,0
Export	8,8	3,8	3,8	2,4	3,4	7,5	8,1
Import	6,1	6,1	6,1	7,5	8,0	6,0	7,0
<b>GDP</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>

\* KSH eredeti adatközlése a GDP-adatokra. Előrejelzésünk ezen az adatközlésen alapul.

\*\* A KSH 2003. október 21-i új adatközlése. Lásd erről az V. 1. fejezetet.

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

natkozó értékelésünk is alátámasztja, hogy a ciklus mélypontján túlkerültünk.

2003 első félévében a gazdasági növekedés üteme alacsonyabb lett, mint az augusztusi *Jelentésben* szereplő előrejelzésünk. A második negyedévben az előző negyedévhez viszonyítva már növekedést mutatott és a harmadik negyedévre vonatkozó információk is alátámasztják azt a korábbi feltételezésünket, hogy a hazai ipari termelés és export is túljutott a ciklikus mélyponton.

A fiskális politikában erre az évre lényegében változatlan mértékű, jövőre a költségvetésben megfogalmazott fiskális konszolidáció eredményeképpen egészében valamivel kisebb mértékű, de eltérő szerkezetű kiigazítással számolunk, mint az augusztusi *Jelentésben*. 2004-ben a fiskális kiigazítás eltérő szerkezete a korábban előre jelzethez viszonyítva emeli a gazdasági növekedés várható ütemét.

A munkapiacon azt észleljük, hogy a versenyszektorban a bérinfláció csökkenése 2002 végén megtorpant, és a bérek növekedési üteme 8 százalék körüli szinten stagnál. 2004-re a versenyszektor nominális béreinek előrejelzését az augusztusi *Jelentéshez* viszonyítva nem változtatjuk, de ez a személyijövedelemadó-tábla változtatása miatt a nettó jövedelmek fokozott növekedését jelenti. Előrejelzésünkben végig azzal a feltételezéssel élünk, hogy a bérekben az indirekt adók változásának hatása nem jelenik meg.

Az állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó előrejelzésünk csak kismértékben változott az augusztusi *Jelentéshez* viszonyítva. Augusztusi előrejelzésünkben a vállalati beruházások a külső kereslet fellendülésével együtt élénkülnek, ezt az első félévi tényadatok alátámasztották. A jövő évben a fiskális kiigazítás a lakossági jövedelmeket és lakáshitelezés kedvezményeit is érintheti, emiatt nem számítunk a lakásberuházások növekedésére. Az állami beruházások 2003-ban az első félévi tényadatok alapján

elmaradnak a korábbi prognózisunktól, így az év egészére lefelé korrigáltuk előrejelzésünket. 2004-ben feltételezésünk szerint a fiskális kiigazítás nagyobb mértékben érinti a beruházásokat, mint azt augusztusi előrejelzésünkben feltételeztük, ezért erre az évre is lefelé módosítottunk.

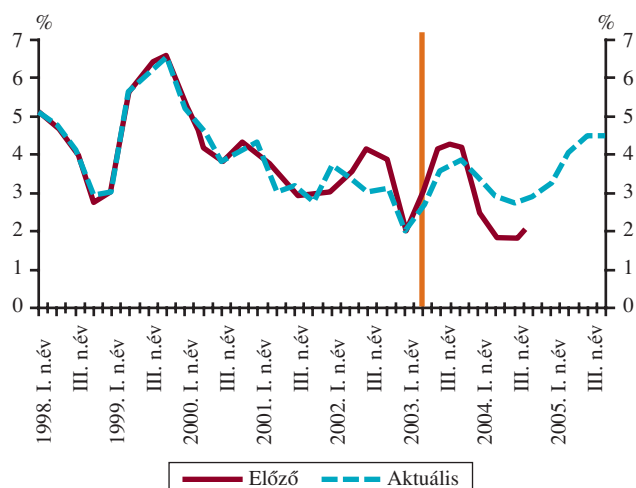
Az idei évre vonatkozó export-előrejelzésünket lefelé korrigáltuk, mert az első félévi export elmaradt előrejelzésunktől, valamint külpiaicaink bővülése is kisebb mértékű volt, mint korábban gondoltuk. Ez utóbbi a magyar export 2003. első félévi lassú növekedését is magyarázza. Jövőre és 2005-ben a külső kereslet felívelésével párhuzamosan az export gyorsulására számítunk.

Az import az első félévben a vártnál gyorsabban növekedett, ezt a konjunktúra várható felívelésével, a készletek felhalmozásával magyarázzuk. Várakozásunk szerint ez a folyamat a második félévben is folytatódik, így az ez évre

II-1. ábra

**A GDP várható növekedése**

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



II-2. táblázat

**A beruházások alakulása\* (éves változás, százalék)**

	Súlyok %	2001	2002**	2002***	2003	2004	2005
		Becsült tény			Előrejelzés		
Vállalati szektor	57	1,0	(-4,6)	(-2,1)	2-6	3-7	4-8
Állam****	19	(-6,9)	27,5	29,5	2-5	0-8	0-6
Lakosság	24	21,4	20,0	18	0-5	(-5)-2	(-5)-0
<b>Beruházás összesen</b>	<b>100</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,2</b>	<b>2,0-4,0</b>	<b>2,0-6,0</b>	<b>2,5-6,5</b>

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

\*\* KSH eredeti adatközlése a GDP-adatokra. Előrejelzésünk ezen az adatközlésen alapul.

\*\*\* A KSH 2003. október 21-i új adatközlése. Lásd erről az V. 1. fejezetet.

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



vonatkozó import-előrejelzésünket felfelé korrigáltuk. 2004-ben a belföldi felhasználás mérséklődése az import növekedési ütemét lassítja. 2005-ben az import újra gyorsabb növekedési pályára kerül a gyorsabban növekvő vállalati beruházások következtében, de a nettó export pozitívan járul a gazdasági növekedéshez.

### II. 1.1. A KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA

A külső kereslet 2003 második félévi felgyorsulásának esélyei kedvezőek: középtávon stabil konjunktúrára számítunk. A korábbi adatok revíziója miatt azonban a külső kereslet effektív mérőszáma, exportpiacunk mérete, szintjében alacsonyabb, és a 2003-as bővülés mértéke is kisebb annál, mint azt augusztusban gondoltuk.

Bár a világgazdasági recesszió már 2002 elejére véget ért, egyértelmű fellendülés jeleiről idáig nem beszélhetünk. 2002 első felében úgy tűnt, hogy a növekedés, ha visszafogott lendülettel is, de megindult. A tavalyi év második felében kieleződő iraki válságnak az energia-hordozók árára gyakorolt hatása, továbbá a legnagyobb vállalatok magas tőkeáttételből származó nehézségei azonban a kedvező folyamatokat lefékeztek, mellyel párhuzamosan az üzleti bizalom is többéves mélypontra zuhant a legtöbb gazdaságban.

Az azóta megfigyelhető stagnálásközeli állapotból úgy tűnik, az idei év második fele hozhatja meg az elmozdulást. A kőolajárakat jelentősen befolyásoló geopolitikai feszültségek lényegesen kisebbek, a nagyobb vállalatok pedig komoly mértékben csökkentették az adósság jellegű finanszírozásuk arányát, teret nyitva a fellendülésnek. Az Egyesült Államok gazdasága már 2003 második negyedévében sok mutató tekintetében gyors növekedési pályára lépett, s ennek következményei az év második felében már a számunkra mérvadó európai konjunktúrában is megmutatkoznak.<sup>13</sup>

Mint arra előző *Jelentésünkben* kitértünk, Magyarország külpiazi környezetét az elmúlt időszakban egy zavaró kettősség jellemezte. Míg ugyanis legfontosabb külkereskedelmi partnereink gazdasági növekedése jól visszatükörözte a stagnálásközeli konjunkturális helyzetet, addig a külső keresletet vizsgálataink alapján legjobban kifejező mutató, az exportpiacunk mérete, az ebben nagy súllyal szereplő német import erős növekedése nyomán kimondott javulásra utalt 2002 második negyedévéétől. Az elnyílás 2003 első negyedévére már szokatlanul nagy volt exportpiacunk mérete és a külső konjunktúrát leíró egyéb indikátorok (GDP-növekedés, ipari termelés ala-

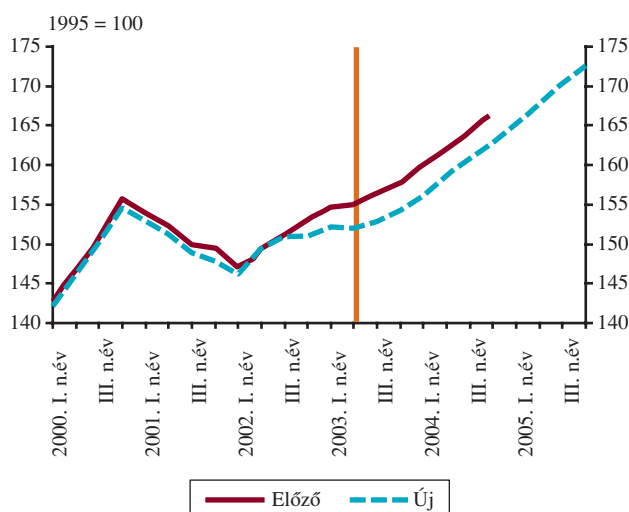
kulása stb.) között, ami rövid távú előrejelzéseinket nagyon bizonytalanná tette.

A jelenleg rendelkezésre álló legfrissebb (2003. második negyedévi) adatok, melyek külkereskedelmi partnereink importjának kisebb visszaesését mutatják, továbbá a korábbi időszakok (főleg 2002 negyedik negyedéve) adatainak lefelé való revíziója nyomán az elnyílás mértéke csökkent. Ez egyben azt jelenti, hogy exportpiacunk méretének szintbeli alakulása a korábban gondoltnál lényegesen lejjebb helyeződött. A magyar export 2002 végi, 2003 eleji, a vártnál gyengébb bővülése mögött tehát a korábban véltnél alacsonyabb szintű külső kereslet húzódtott meg.

A szintjében lefelé korrigált külsőkereslet-pálya végső soron hosszabb helyreállási időszakot jelent.<sup>14</sup> Bár középtávon a korábbi előrejelzésünket érintő lényeges új információk nincsenek, a negyedéves dinamika a 2003. év után az augusztusi *Jelentésben* szereplőhöz meglehetősen hasonló. Az említett revízió miatt idén exportpiacaink méretének éves bővülése az előző előrejelzésünkhöz képest számottevően alacsonyabb, mindössze 2,3 százalékos lesz. Hasonló mértékű csökkenés figyelhető meg a nemzetközi gazdasági elemzőintézetek előrejelzéseinek változásából is.

II-2. ábra

#### Exportpiacunk méretének alakulása \*



\* Főbb külkereskedelmi partnereink GDP szerinti importjának volume (a magyar exportszerkezet szerint súlyozva).

2004 vonatkozásában, mint arra utaltunk, nagyjából változatlan negyedéves dinamikával számolunk: az üzleti bizalomban bekövetkezett kedvezőbb változásokat

<sup>13</sup> Az üzleti bizalom főbb európai indikátorai (az euróövezet esetében az EABCI, a német gazdaság esetében az IFO üzletklíma-index) már több hónapja egyértelmű javulást mutatnak.

<sup>14</sup> Helyreállási időszak alatt a recesszió kezdetétől számított azon periódust értjük, amíg exportpiacunk mérete szintjében eléri a recesszió kezdete előtti utolsó negyedévben (2000 negyedik negyedéve) megfigyeltet. Augusztusi előrejelzésünkben még úgy tűnt, a helyreállítás 2003 második negyedévére befejeződhet, a mostani szintkorrekció alapján azonban ezt csak 2003 negyedik negyedévére várjuk, vagyis a helyreállási időszak fél évvel hosszabb.

ugyanis csak rövid távon érvényesítettük előrejelzésünkben. Így éves szinten most exportpiacunk méretének 4,5 százalékos bővülésére számítottunk, ami alig különbözik az augusztusban adott előrejelzéstől. A már említett adatrevíziók és a 2003 második negyedévi tényadat miatt természetesen a korábbi előrejelzésben szereplőnél szintjében alacsonyabb a külső kereslet 2004 folyamán is.

Más gazdasági előrejelzők is csökkentették 2004-es prognózisukat, revíziók azonban jellemzően meghaladják a miénkét. Ez a jelenség már a múltban is megfigyelhető volt (l. a 2003. májusi *Jelentés V.* fejezetében).

Az új előrejelzési időszak, 2005 vonatkozásában egyenesen növekvő külső kereslettel számolunk, ami éves szinten 5,8 százalékos bővülést jelent exportpiacunk méretében.

Az alappálya tehát a 2003 második felétől felgyorsuló külső kereslet forgatókönyvre épül. Ennek jelentős bizonytalansága van, amint az a német konjunktúra megítélésének változatosságából is kitűnik. Az exportpiacunk méretében meglévő nagy súlyánál fogva döntő jelentőséggel bíró Németország esetében a nemzetközi előrejelző intézeteknél alacsonyabb előrejelzést adunk importjuk alakulására. A német GDP általunk is várt dinamizálásában ugyanis az eddigi megfigyeléseink alapján inkább a belső kereslet fogyasztáshoz kötődő komponenseinek felerősödését sejtjük, semmint a beruházásokét. Bár a német új rendelések az elmúlt negyedévben növekvőben voltak, azelőtt jelentős volatilitás jellemezte őket, s ugyanez megfigyelhető az ipari termelést előrejelző legtöbb konjunkturális indikátor esetében. Így Németország importjának bővülését 2004-ben 3-4 százalék közé várjuk (a nemzetközi gazdasági előrejelző intézetek legfrissebb prognózisaikban inkább 5-6 százalék közé teszik), míg 2005-re gondoljuk azt, hogy a német import bővülése elérheti az 5-6 százalékot (a nemzetközi előrejelzők többsége 2005-re 7 százalék körüli német importbővülést feltételez). A német GDP alakulására vonatkozó (implicit) előrejelzésünk nem tér el ekkora mértékben a nemzetközi gazdasági előrejelzőkétől, 2004-ben valamivel alacsonyabbra, 2005-ben kissé magasabbra tesszük a német gazdaság bővülésének mértékét.

Összességében exportpiacunk vonatkozásában az előrejelzési időszak elején a kockázatokat inkább lefelé irányulónak érezzük, mert a második félév esetleg mégis alacsonyabb dinamikát hozhat (a német ipari termelés például augusztusban újra jelentősen visszaesett). Középtávon, s főleg az előrejelzési horizont vége felé, az alappályához képest már felfelé irányuló kockázatokkal számolunk, ez konzisztens a többi gazdasági elemző intézet prognózisától elmaradó előrejelzésünkkel.

### II-3. táblázat

#### Külső kereslet\* alakulására vonatkozó prognózisok (éves átlagos bővülés, százalék)

	2003		2004		2005
	új	előző	új	előző	új
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések</b>					
MNB	<b>2,3</b>	3,9	<b>4,5</b>	4,6	<b>5,8</b>
Európai Bizottság**	2,2	3,9	5,5	6,4	6,9
IMF***	3,0	4,4	6,2	6,3	n. a.
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések</b>					
MNB	<b>0,5</b>	0,9	<b>1,6</b>	2,0	<b>2,4</b>
Európai Bizottság**	0,5	1,0	1,8	2,2	2,2
IMF***	0,5	1,0	1,8	2,2	n. a.

\* 12 fő külkereskedelmi partnerünk importvolumenének súlyozott éves átlagos növekedési üteme százalékban.

\*\* Európai Bizottság: *Economic Forecasts* (2003. október/április).

\*\*\* IMF: *World Economic Outlook* (2003. szeptember/április).

#### II. 1.2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS KERESLETI HATÁSA

2003–2005-ben folyamatos fiskális keresletszűkítést prognosztizálunk. Ennek éves mértéke a GDP arányában az idei 0,4%-ot követően a következő két évben 0,8%-0,8% körül alakulhat.

A keresletszűkítés szerkezete várhatóan különbözik az egyes években. 2004-ben növekednek az államilag finanszírozott beruházások, és a kereslet szűkítésére részben a közterhek emelése, részben a folyó kiadások visszafogása révén kerül sor. A 2005. évi szigorítás feltételezhetően arányosan oszlik majd meg a folyó és tőkekiadások mérséklése között.

Előrejelzésünk a 2003–2004. évi fiskális keresletszűkítő hatás mértékét illetően az augusztusi *Jelentéshez* képest csak kismértékben változott. Augusztusban a júliusi költségvetési elképzelés alapján készítettük előrejelzésünket, amely a 2003-as hiányt egyes kiadások halasztásával, a 2004-es hiányt pedig döntően a direkt és indirekt adók emelésével csökkentette volna. A 2004. évi költségvetési törvényjavaslat és adótörvényjavaslatok, valamint ezeknek valószínűsíthető módosításai ettől jelentősen eltérnek<sup>15</sup>. Az aktuális javaslatokban már nem szerepel egyes 2003-as kiadások halasztása, 2004-re pedig továbbra is tartalmazzák ugyan a lakosságot érintő közterhek növekedését (tb-járulék és indirekt adók emelése), ennek hatását azonban mérsékli a személyi jövedelemadó változása. A bevételek növelése tehát kisebb mértékű lesz, ezt azonban ellensúlyozhatja a kiadások (vállalati transzferek, bérek, kvázifiskális kiadások) na-

<sup>15</sup> A valószínűsíthető módosításokat illetően becslést készítettünk, a figyelembe vehető kört azonban az előrejelzés lezárása miatt a november 5-ig beérkező információkra korlátoztuk.

gyobb mértékű csökkentése. A 2004. évi szakértői alapelőrejelzést jelentős bizonytalanság övezi, a kockázati tényezők hatása mind a két irányban elérheti a GDP 1,1-1,2%-át.

A keresleti hatás előrejelzését kiterjesztettük 2005-re is. Abból a feltételezésből indultunk ki, hogy a fiskális keresletszűkítés párhuzamosan alakul a középtávú PEP pályában szereplő deficitcsökkenéssel. A PEP pálya szerint 2005-ben a GDP arányos deficit 1%-kal csökken, és ez az elsődleges egyenleg változása alapján 0,8 százalékpontos keresletszűkítést jelent, ami feltételezésünk szerint jellemzően a kiadások további mérséklésével valósulhat meg.

**2003-ra** vonatkozó becslésünk során figyelembe vettük az évközi pénzforgalmi folyamatok alakulását, a makrogazdasági előrejelzésünk aktualizálását és az időközben ismertté vált kormányzati döntések hatását.

Augusztusi előrejelzésünkhöz képest két jelentősebb változás történt. A júliusi költségvetési elképzelések módosítása azt eredményezte, hogy a 53. heti nyugdíj és 13. havi bér mégis kifizetésre kerül idén, és ez a GDP arányában 0,2 százalékponttal növeli a prognosztizált deficitet. Eközben 0,1 százalékponttal csökkenti a hiányt saját adóbevételi prognózisunk emelése.

#### II-4. táblázat

##### A 2003-as kereslethatás-becslés változása az augusztusi *Jelentéshez képest* (a GDP százalékában)

Korábbi alap-előrejelzés: -0,5			
53. heti nyugdíj és 13. havi bér nem halasztódik el	+0,2	Korábbinál magasabb várható adóbevétel	-0,1
Aktuális alap-előrejelzés: -0,4			

Az év vége továbbra is bizonytalanságot hordoz, hiszen – a fiskális folyamatok szezonaritása szerint – a bevételek és kiadások jelentős hányada összpontosul az utolsó hónapokra. A tavalyi évhez hasonlóan idén is jelentkezhet a makrogazdasági folyamatokkal nem magyarázható többletbevétel a jövedelemadóknál. Alapelőrejel-

zésünk azonban ezzel – mivel e bevétel rendkívülinek minősíthető – nem számolt. Az is lehetséges, hogy egyes beruházásoknál folytatódik az első félévben megfigyelhető elmaradás. Az önkormányzatok, intézmények kiadásai – többek között a beruházási kifizetések – az év végén szokásos módon felgyorsulnak, így nem lehet kizárni egy, az elmúlt évhez hasonló, kiugró mértékű kiadást sem. Ezek a bizonytalanságok összességében  $\pm 0,3$  százalékpontot jelenthetnek az alap-előrejelzéshez képest.

**2004-es** fiskális előrejelzésünk elve változatlanul az, hogy hivatalos információkból kiindulva saját prognózist készítünk. Augusztusban a július 16-án nyilvánosságra hozott elképzeléseket vettük alapul, ezzel szemben jelenlegi kiindulópontunk a benyújtott költségvetési törvényjavaslat, továbbá annak valószínűsíthető módosításai. Új prognózisunk szerint a jövő évi keresleti hatás csak kismértékben marad el az augusztusban várt 1%-os szűkítéstől, azonban szerkezete jelentősen eltér attól.

Az augusztusi *Jelentéshez* hasonlóan most is kétféle szemléletben készítettük előrejelzésünket. A szakértői alappálya mellé viszonyításként készített szabályalapú előrejelzés eredménye jelentős változáson ment keresztül (a szabályalapú fiskális előrejelzés elveiről I. az augusztusi *Jelentésünk* V. 2. fejezetét). Augusztusban a törvényjavaslatot megelőzően csak egyéb, deficitet növelő irányú determinációkat vehettünk figyelembe. Ha a törvény elfogadásáig a kormány által elfogadott és benyújtott törvényjavaslatot tekintjük jogszabályi determinációnak, akkor szabályalapú megközelítésben az látszik, hogy ez a változat nagyjából biztosítaná az augusztusban várt – GDP 1%-ának megfelelő – keresletszűkítés megvalósulását.

Az alappályának tekintett szakértői előrejelzésünket a megismert hivatalos információkra építettük. Augusztusi szakértői előrejelzésünk még a kormány által júliusban bejelentett, illetve a PM-honlapon közzétett részletek alapján készült. A benyújtott költségvetési törvényjavaslat alapján most már teljes részletességgel rendelkezésre állnak az előirányzatok, amelyek a költségvetési tervekben július és szeptember között bekövetkezett változásokat

#### II-5. táblázat

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

Alap-előrejelzés: -0,4% keresleti hatás			
Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
Magasabb év végi adóbevétel	-0,2	Önkormányzati, intézményi többletkiadás	+0,3
Tágan értelmezett állami beruházás lassulása	-0,1		
Összesített eltérés szélső esetben	-0,3	Összesített eltérés szélső esetben	+0,3
<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>-0,7</b>	<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>-0,1</b>

is tükrözik. A bevételeket csökkentő tervmódosítások hatása – elsősorban az szja, a társasági adó és kisebb mértékben a távhőszolgáltatás áfája miatt – a GDP-nek hozzávetőleg 1%-át érte el. Eközben a bevételek a GDP 0,5%-ával növekedtek is, elsősorban a felső áfakulcs elmaradó csökkentése miatt. A kiadásokat hasonló mértékben csökkentő intézkedések főleg a költségvetési bérkiadást és a vállalati transzfereket érintették.

Új szakértői előrejelzésünk ezen túlmenően a folyamatban levő (nagy valószínűséggel bekövetkező) további módosítások hatásával is számol<sup>16</sup>. Ezek ugyanis olyan szerkezeti elmozdulásokat jelentenek, amelyek inflációra gyakorolt hatása nem semleges, és előrejelzési elveinkből adódóan a hiányt is növelik, amennyiben az ellentételező intézkedések nem részletezettek. Részletezettek tekinthető, hogy a 13. havi bérfizetésnél megtakarítás érhető el és a tb-járadékplafont emelik. A fennmaradó rész azonban a keresletszűkítés előrejelzését a szabályalapú változathoz képest a GDP 0,2%-ával mérsékli, azaz szakértői előrejelzésünk során ekkora mértékben építettünk még nem végleges (törvénybe nem iktatott, nem részletezett stb.), eredőjükben enyhe keresletnövelő hatású valószínűsíthető intézkedésekre.

#### II-6. táblázat

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

Keresleti hatás 2004-re			
	„Szabályalapú” előrejelzés	Szakértői alap- előrejelzés	Különbség százalék- pontban (=valószínűsít- hető további intézkedés*)
Korábbi előrejelzés	+0,8	-1,0	-1,8
Aktuális előrejelzés	-1,0	-0,8	+0,2

\* A negatív értékek keresletet szűkítő, a pozitív értékek keresletet bővítő intézkedésre utalnak.

Alap-előrejelzésünk több tényező miatt tér el a benyújtott költségvetési törvényjavaslattól:

- A bázisév számaint illetően – ahol ennek hatása van 2004-re – saját prognózisunkat vettük alapul.
- Saját makrogazdasági előrejelzésünkkel összhangban jövőre kisebb adóbevételt és az indexálás alapján magasabb nyugdíjkiadást feltételezünk.

- Elveinkből következően a törvényjavaslat olyan tételeit figyelmen kívül hagytuk, amelyeket az ellenőrzés, adóbeszedés hatékonyságának javulása, adófeigyelem növekedése magyarázna.
- Figyelmen kívül hagytuk a folyamatban levő költségvetési módosítások jekenleg nem részletezett ellenőrzését. Továbbá, a benyújtott törvényjavaslat intézkedéseinek egy részének költségvetési hatására – ahol rendelkezésünkre állt információ, pl. szja-bevételeknél – saját becslést készítettünk.
- Az autonóm fiskális folyamatok tendenciái alapján továbbra is túllépést valószínűsítünk egyes nyílt végű kiadásoknál és a helyi önkormányzatoknál.

A keresleti hatás az állami beruházások ingadozása és az adórendszer – nehezen becsülhető hatású – változásai miatt a szokásosnál nagyobb bizonytalanság mellett jelezhető előre.

A 2004-es bevételeket befolyásolja, hogy a 2003-as bázisban megfigyelhető, bevételi és makrogazdasági folyamatok közötti elnyílás tartósan vagy átmenetinek bizonyul-e.

A makrogazdasági folyamatok alakulása jövőre inkább egy nagyobb keresletszűkítés irányába mutató kockázatot jelent. A meghatározó adóalapok nominális dinamikája, így a keresetek és vásárolt fogyasztás magasabb lehet az általunk prognosztizálnál, vagyis több bevételt és valamivel több nyugdíjkiadást eredményezhet. Ha az adóalapok dinamikája megegyezik az előrejelzésünkkel, de az infláció magasabb lenne, akkor az indexálás miatt a nyugdíjkiadás lenne nagyobb.

Az is lehetséges, hogy jelenleg még nem részletezett intézkedések is javíthatják az egyenleget, amelyek tovább szűkíthetik a keresletet. Olyan információk is ismertté válhatnak, amelyek a kvázifiskális tételeket is növelhetik.

Az előirányzott jelentős kiadásátcsoportosítás és visszafogás azzal a kockázattal jár, hogy az autonóm fiskális folyamatok miatt nem valósul meg teljes egészében. Az önkormányzatok és intézmények ugyanis eladósodással vagy maradványfelhasználással többletkiadásokat teljesíthetnek.

**2005-ben** a „változatlan fiskális politika” elvéből kiindulva a kereslet 1,1%-os bővítése – az elsődleges egyenleg romlása – adódna. Ezzel a kockázattal, illetve szabályalapon meghatározott előrejelzéssel szemben PEP-ből kiinduló szakértői előrejelzésünk a kereslet 0,8%-os szűkítését tartalmazza.

<sup>16</sup> Az új információk figyelembevételét november 5-én zártuk. Valószínű módosításként számoltunk a jövedéki adó és áfa mérséklésével (bor, szilárd tüzelőanyag, filmvetítés), az árkiegészítés csökkentésének részleges visszavonásával, az szja-terhelés csökkentését (adómentesség, adójóváírás nő, a lakáskedvezmény szigorítása kisebb lesz és nem nő az elkülönült jövedelmek adója), a társaságiadó-alap csökkentésével és az önkormányzati támogatás emelésével. Nem számoltunk az elektromos áram kompenzációjának hatásával, ami akár a GDP 0,2%-át is elérheti.

## II-7. táblázat

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

Alap-előrejelzés: -0,8% keresleti hatás			
Nagyobb keresletszűkítés		Kisebb keresletszűkítés	
2003. I. félév adókiesése átmeneti jellegű Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	-0,2	2003. I. félév adókiesése tartós jellegű Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	+0,2
Jelenleg még nem részletezett intézkedés A fiskális folyamatok (önkormányzat) kisebb ellentételező hatása	-0,4	Kvázifiskális tételek kisebb csökkentése A fiskális folyamatok (önkormányzat, intézmény) nagyobb ellentételező hatása	+0,1
	-0,4		+0,4
	-0,1		+0,5
Összesített eltérés szélső esetben	-1,1	Összesített eltérés szélső esetben	+1,2
<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>-1,9</b>	<b>Keresleti hatás szélső esetben</b>	<b>+0,4</b>

Szakértői előrejelzésünk elsősorban arra alapul, hogy a középtávú PEP-pálya a GDP-arányos deficit 1%-os csökkentését tervezi 2005-ben, ami becslésünk szerint az elsődleges egyenleg szintjén nagyjából 0,8%-os javulást feltételez.

Ehhez 2005-ben a GDP 1,9%-át elérő intézkedésre van szükség, ahogy az a szakértői és a „változatlan fiskális politika” elve mentén kialakított szabályalapú pálya különbségéből látszik. Ez a mérték nem tekinthető rendkívülinek, hiszen közel áll ahhoz, amit augusztusban 2004-re feltételeztünk, és ami a mostani információk szerint várhatóan nagyjából meg is valósul.

## II-8. táblázat

## A 2005-ös keresleti hatás különböző előrejelzései (a GDP százalékában)

Keresleti hatás 2005-re		
„Szabályalapú” előrejelzés	Szakértői alap-előrejelzés	Különbség százalék-pontban (= intézkedés valószínűsíthető mértéke)
+1,1	-0,8	-1,9

2005-ben – 2004-hez hasonlóan – az EU-csatlakozás jelenti a legnagyobb változást. Ebben az évben már teljes éves hatással számolhatunk. Kisebb jelentőségű tényező az önkormányzatok szokásosan megfigyelhető beruházási ciklusa, amely a választási és azt megelőző évben növekvő kiadást eredményez, és az egészségügyi hozzájárulás tervezett mértékű csökkentése.

Össességében a 0,8%-os keresletszűkítést olyan arányos szerkezetben feltételezzük, hogy mintegy negyede a beruházási kiadások mérsékléséből, a többsége pedig a folyó kiadások csökkentéséből adódik (ez utóbbinál kisebb részben a bérek, nagyobb részben a dologi kiadások mérséklése révén). A bevételek növelésére nem számítunk, sőt az

eddig nyilvánosságra hozott elképzelések és a PEP-ben szereplő tervek alapján egyenlegében inkább csökkenés képzelhető el. (A tervezett intézkedések között szerepel az egészségügyi hozzájárulás további mérséklése, ill. a jövedéki adók harmonizáció miatti további emelése.)

A keresletre gyakorolt hatás szerkezetén belül az alábbiakban bemutatjuk a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét közvetlenül érintő hatást, az árakat befolyásoló indirekt adóváltozások hatását és a tágan értelmezett állami beruházások alakulását.

Az államháztartási bérekre és a létszámra vonatkozó előrejelzésünket az előző *Jelentéshez* képest emeljük. A módosításra egyrészt az időközben beérkezett augusztusi KSH-adatközlés miatt, másrészt a parlamentnek benyújtott 2004. évi költségvetési törvényjavaslat ismeretében kerül sor. Ezen információk alapján az augusztusi *Jelentéshez* képest 2003-ban a létszámnövekedés előrejelzését 0,9 százalékponttal lefelé, 1,9%-ra, az átlagkeresletét 17,7%-ról 18,3%-ra emeljük.

Az ideai bérdinamikát az előző évről áthúzódó közalkalmazotti béremelés mellett az ideai második féltévtől érvényes köztisztviselői béremelés és a bírák és ügyészek két lépcsőben megvalósuló béremelése határozza meg.

Az államháztartás létszámcsökkenő trendje 2002. év végén megfordult. Tavaly szeptembertől érzékelhető volt a növekedés, és decemberre a létszám az előző év hasonló időszakához képest 4,4%-kal magasabb lett, éves átlagban pedig 1,5%-kal nőtt. 2003. év során a létszám alakulása hullámzott, augusztus végére ezer fővel meghaladta a 2002. decemberi 821 ezer főt megközelítő létszámot, éves átlagban 2,5%-os bővülést eredményezve. A kormány nemrég a központi költségvetési körben létszámleépítést jelentett be, ami becslésünk szerint jelentős részben 2003. év végére megvalósulhat.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Elemzésünk lezártakor nem ismertük ennek a részleteit, tényleges hatását, az egyszeri költségek mértékét stb.

2003. évre vonatkozó előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy év végére a létszám mintegy 800 ezer fő körül alakul teljes államháztartási szinten. Ez azt jelenti, hogy a létszám az év végét tekintve 2,5%-kal kevesebb lesz, mint 2002 decemberében (mivel a leépítés az idei év végére összpontosul, a létszám idén éves átlagban továbbra is 1,9%-kal meghaladja a tavalyi éves átlagos szintet).

A 2004-es bérelőrejelzésünknel a költségvetésben szereplő közalkalmazotti és egyéb körben 5% béremeléssel, valamint a köztisztviselői és bírák, ügyészek 2003. évi béremelésének áthúzódó hatásával számoltunk. Így összességében 5,7%-kal nő az átlagkereset a közszférában. A létszám további, 2,5%-os létszámleépítését is feltételezzük, mivel az intézmények döntő részénél nincs biztosítva a béremelések teljes fedezete. Előrejelzésünk teljesítésének kockázata, hogy a helyi önkormányzati körre a kormányzati intézkedések csak közvetetten hatnak, a létszámleépítés kisebb mértékű lehet, amennyiben saját bevételből, beruházásaik rovására vagy eladósodással biztosítják a magasabb létszámhoz tartozó bértömeg fedezetét.

A lakosság pénzbeli juttatásai 2003-ban az előző *Jelentéshez* képest várhatóan mintegy 0,8 százalékponttal gyorsabban, nominálisan 10,3%-kal nőnek. Augusztusban a júliusi költségvetési elképzelések alapján még azzal számoltunk, hogy az 53. heti nyugdíj év végi kifizetése jövő évre halasztódik, azóta ez az intézkedés visszavonásra került. Tovább növeli a kifizetést az, hogy a pótlólagos novemberi nyugdíjmelés mértéke prognózisunknál valamivel magasabb lett. Előrejelzésünket azonban mérsékeltek az ismertté vált évközi tényszámok. 2004-ben nominálisan 8,3%-os növekedéssel számolunk, amelyben a saját makrogazdasági előrejelzéseink alapján magasabb nyugdíjmeléssel, újabb egyheti nyugdíjkifizetéssel, valamint reálérték-megőrző családtámogatásokkal számolunk.

A lakossági jövedelmet érintő direkt adóknál, hozzájárulásoknál a terhelés kismértékben nő, mivel a munkavállalói tb-járulék 1 százalékpontos emelésének hatása meghaladja az szja csökkentés hatását. Az szja terhelés csökkenése az adótábla változtatásával valósul meg, de az adóalap bővítése, az adóengedelmények és kedvezmények mérséklése és az egyéb jövedelmek adójának emelése nagyrészt ellensúlyozza a hatását. Az augusztusi prognózishoz képest összességében a GDP 0,8%-ával kisebb a szigorítás ezen a csatornán keresztül.

A nettó és a bruttó bérek közti különbségre nézve mindez azt jelenti, hogy az idénre várható mintegy 2 százalékpontos pozitív (a nettó bérek javára mutató) különbség jövő évben már negatívba fordul (-0,5 százalékpont körül várható). Ez a jövőre becsült negatív elnyílás azonban relatív lazítást jelent augusztusi feltételezésünkhöz képest, amikor a kormány által júliusban

bejelentett fiskális tervekből kiindulva még -3,3 százalékpontos különbséget prognosztizáltunk 2004-re.

Az indirekt adók változtatásai – figyelembe véve a fogyasztást mérséklő hatást is – összesen nagyjából a GDP 0,8%-ának megfelelő többletbevételt eredményeznek. Augusztusban még 0,4% bevételi többletre számítottunk, de azóta döntés született arról, hogy a felső áfakulcs mégsem csökken 23%-ra. Másik oldalról a bevételt mérsékli a benyújtott javaslat több pontja is (például a távhó a felső áfakulcs helyett 15%-os), és ezenfelül néhány folyamatban levő módosítás is, de mindennek hatása csak a GDP 0,1%-át éri el.

A tágan értelmezett állami beruházás volumene 2003-ban legfeljebb 5%-kal bővíülhet a KSH nemzeti számlák elszámolása szerint. Az államháztartás tágan vett beruházási kiadásai ezzel szemben csökkennek, vagyis folytatódik az a tendencia, hogy a kifizetések dinamikája elszakad a KSH-elszámolástól. A kétféle elszámolás eltér az időbeli számbavétel és a definíciók különbségei miatt, 2002 első feléig azonban a dinamikában nem volt jelentős eltérés. 2004-től azt feltételezzük, hogy a kétféle elszámolás ismét közelebb kerül egymáshoz. A KSH beruházási index 2004-ben 5–10% között lehet, 2005-ben azonban ismét csak mérsékeltebb bővülést valószínűsítünk.

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

A fogyasztási kiadások bővülése fokozatos lassulást mutat előrejelzési horizontunkon. Ennek oka 2003-ban a lassú gazdasági növekedés, illetve a lakossági várakozások kedvezőtlenebbé válása, míg 2004 folyamán a fiskális kiigazítás hatása lesz számottevő. 2005-ben a versenyszektor bruttó reálbéreinek emelkedése és a változatlan adóterhelés következtében a fogyasztási kiadások növekedése kismértékben gyorsulhat 2004-hez viszonyítva.

Az augusztusi *Jelentéshez* képest a háztartások fogyasztási kiadásainak prognózisa 2003-ra lényegében változatlan, azonban azt 2004-re felfelé módosítjuk. A prognózis változásának oka, hogy az előrejelzést az augusztusi *Jelentésben* a júliusban bejelentett fiskális kiigazítás alapján készítettük, míg most a lakosság irányában lazább fiskális politikát feltételezünk.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése 2003 első felében továbbra is meghaladta a 2001-et megelőző tíz évben bármikor mért értékeket, a negyedéves dinamika azonban az év eleje óta folyamatosan mérséklődik. A lassulás hátterében több tényező is szerepet játszhat. Egyrészt a háztartások nettó reáljövedelmének növekedése lassul. Másrészt a lakossági várakozások folyamatosan romlanak, amely a bizonytalanság növekedését jelezheti, így mérsékelheti a fogyasztási kiadások növekedését. Ez utóbbit jól mutatja a GKI lakos-

## II-9. táblázat

**A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása** (éves növekedési ütemek, százalék)

		Reál nettó lakossági jövedelem	Fogyasztási kiadások reálértéke		Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Tény/beclsés	12,3	10,2*	10,5**	20–30
2003	Előrejelzés	7,9	7,8		0–10
2004		0,8	2,3		(–10)–0
2005		3,1	2,6		(–5)–5

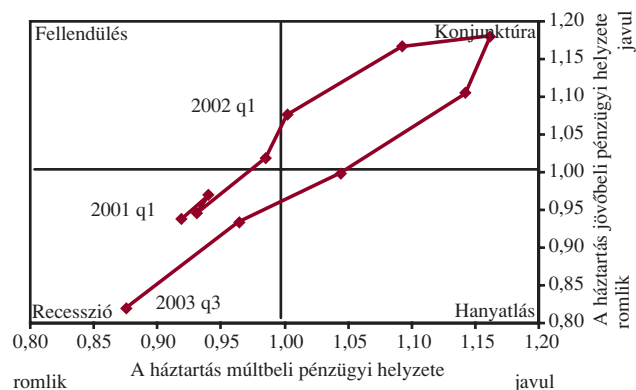
\* KSH eredeti adatközlése a GDP-adatokra. Előrejelzésünk ezen az adatközlésen alapul.

\*\* A KSH 2003. október 21-i új adatközlése. Lásd erről az V. 1. fejezetet.

sági bizalmi index két meghatározó komponensének – a múltbeli és a jövőbeli helyzet megítélésének – párhuzamos romlása.

## II-3. ábra

**A lakosság saját helyzetének megítélése a GKI bizalmi indexe alapján**



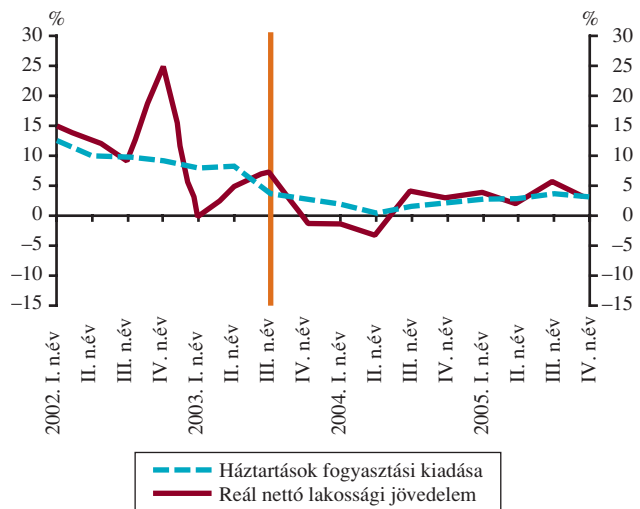
Forrás: GKI Lakossági felmérés. Az ábrán az indexek trendtől való eltérése szerepel.

A 2003-as fogyasztási kiadások előrejelzésekor az augusztusi *Jelentésben* leírt problémával szembesülünk, nevezetesen egy, a lakosság felé lazító fiskális politika változik egy, a lakossági jövedelmek jövőbeni alakulásában nagyobb bizonytalanságot eredményező, szigorító fiskális politikára. A háztartások jövőbeni helyzetmegítélésének további romlása összhangban van korábbi feltételezésünkkel, ezért 2003-ra vonatkozó fogyasztási prognózisunkat az augusztusihoz képest lényegében változatlanul hagyjuk.

Idén a gyakorlatilag azonos ütemben bővülő jövedelem és fogyasztás következtében a lakosság bruttó

## II-4. ábra

**Lakossági jövedelem és fogyasztás** (évesített növekedési ütemek, százalék)



megtakarítási rátája közel változatlan lesz 2002-höz viszonyítva.<sup>18</sup> A lakáshitelek 2003 első felében tapasztalt dinamikus növekedése várhatóan tovább folytatódik, így 2003-ban nagymértékben csökken a háztartások nettó finanszírozási képessége.<sup>19</sup> A magas lakáshitel-felvétel következtében a háztartások lakásberuházásai emelkednek 2002-höz képest, így emelkedik a felhalmozási ráta.<sup>20</sup>

A 2004-es fogyasztási kiadások alakulásának szempontjából a legjelentősebb változást az augusztusi *Jelentéshez* képest a fiskális politika várható alakulása jelenti. Az augusztusi *Jelentésben* a júliusban bejelentett 2004-es fiskális terveket vettük alapul, amelyben egy, a lakosság felé restriktív fiskális politika szerepelt. Jelen előrejelzésünkben a benyújtott költségvetési törvényt vettük figyelembe, amely az augusztusi feltevéshez képest lazább fiskális politikát tartalmaz a lakosság irányában. A 2002-ben elfogadott személyijövedelemadó-törvény alapján jövőre csökkennek az adókulcsok, valamint a jövedelmi sávok valorizációja is megvalósul, azonban a jövedelmeket terhelő egyéb terheket figyelembe véve a háztartások terhei lényegében nem változnak 2003-hoz viszonyítva. Ennek következtében a háztartások nettó reáljövedelme kismértékben emelkedhet (az augusztusi *Jelentésben*, az előtte bejelentett fiskális politikai elképzelések alapján, még a nettó reáljövedelem csökkenését prognosztizáltuk jövőre).

A háztartásokról feltételezhetjük, hogy a fogyasztásukat a jövedelem ingadozásaihoz képest simább pályán igyekeznek tartani, ezért a fogyasztási kiadások volumene a jövedelmekhez képest kisebb mértékben változik. Meg-

<sup>18</sup> Bruttó megtakarítási ráta: a lakosság rendelkezésre álló jövedelméből a fogyasztásra el nem költött hányad.

<sup>19</sup> Nettó finanszírozási képesség: a lakosság rendelkezésre álló jövedelméből a se fogyasztásra, se felhalmozásra (beruházásra) el nem költött hányad.

<sup>20</sup> Felhalmozási ráta: a lakosság rendelkezésre álló jövedelméből a felhalmozásra (jellemzően lakásberuházásra) fordított hányad.

figyelhető például, hogy az 1995–1996 között a fogyasztási kiadások volumene a jövedelmeknél kisebb mértékben esett vissza. A fogyasztási pálya simítása még látványosabb volt 2000 körül, ahol az átmenetileg mérsékeltebb jövedelemnövekedést nem követte a fogyasztás lassulása. A simítás „ellenkező” oldala valósult meg 2002-től 2003 elejéig terjedő időszakban, ahol a jövedelmeknél kisebb mértékben nőtt a fogyasztás.

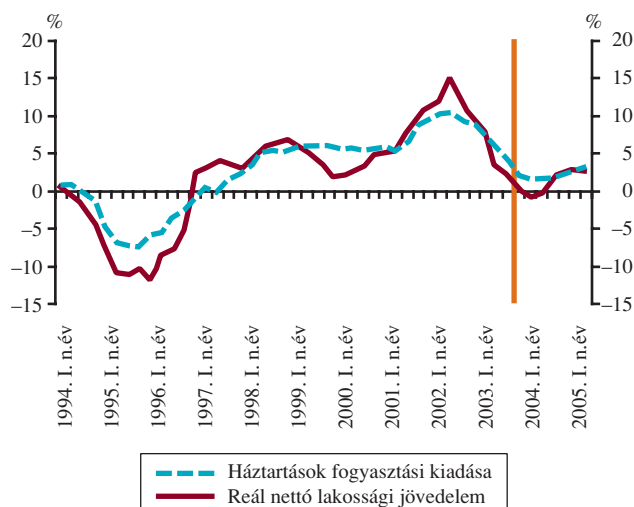
Érdemes megjegyezni azonban, hogy ez nem jelentette pénzügyi megtakarítási ráta növekedését, ugyanis a jövedelem és a fogyasztás különbségeként előálló bruttó megtakarítási rátának csak egyik összetevője a pénzügyi megtakarítás. A háztartások a bruttó megtakarításaikból finanszírozzák a felhalmozási kiadásait, amelyek döntő része a lakásberuházásra költött összeg. A 2002–2003 közötti időszakban a lakásberuházások, így a felhalmozási ráta is emelkedett, ezzel mintegy „kiszorítva” a pénzügyi megtakarításokat.

A fogyasztási pálya simítás mértékének meghatározásakor a fentiek alapján figyelembe vettük, hogy a lakosság pénzügyi megtakarítása az elmúlt években jelentősen csökkent, így várhatóan a háztartások kisebb mértékben fognak fogyasztani a pénzügyi vagyonuk terhére, mint azt korábban tettek. Ez alapján feltételeztük, hogy a lakosság gyorsabban fog alkalmazkodni jövedelmei ingadozásához. A fogyasztás üteme még így is várhatóan meghaladja a jövedelmek növekedését 2004-ben, azaz a bruttó megtakarítási ráta csökken 2003-hoz képest. Azonban e csökkenés mögött nem a pénzügyi megtakarítások további csökkenése, hanem a felhalmozási ráta visszaesése áll, amely forrása lehet a fogyasztássimításnak.

### II-5. ábra

#### Lakossági jövedelem és fogyasztás

(éves növekedési ütemek, százalék)



A lakosság szempontjából releváns tényezők 2005-ben a bruttó reáljövedelmek és fiskális politika várható ala-

kulása. Reálértelemben mind a vállalati szektor bérei, mind a pénzbeni juttatások várhatóan gyorsabban nőnek 2004-hez viszonyítva, így a bruttó reáljövedelem is gyorsabban növekszik. A fiskális politikára a PEP-beli deficitcsökkentési tervet, azaz a hiány meghirdetett elmozdulását vettük alapul, továbbá feltételeztük, hogy nem lesz jövedelemadó-emelés; és összességében a fiskális politika keresleti hatása a lakosság felé semleges lesz. A fentiek hatására nő a nettó reáljövedelem és a fogyasztási kiadások volumene. A 2004-es évvel szemben 2005-ben a fogyasztássimítás „másik oldala” várható, azaz a jövedelmek növekedése némileg meghaladja a fogyasztás növekedését, így a bruttó megtakarítási ráta kismértékben emelkedik.

A fiskális politika előrejelzésére vonatkozó elvünknek megfelelően feltételezzük, hogy a lakástámogatási rendszerben további változások nem várhatók, valamint jövedelmi oldalról sem várható jelentősebb nyomás a lakásberuházások irányában. Ezért 2005-ben a felhalmozási kiadások változatlan szintjét prognosztizáljuk. A változatlan felhalmozási volumen következtében tovább csökken a felhalmozási ráta és emelkedik a háztartások nettó finanszírozási képessége.

### II. 1.4. VÁLLALATI BERUHÁZÁSOK

Az első negyedévi erős növekedést követően a második negyedév stagnálást hozott a feldolgozóipar beruházásaiban. Míg az első negyedév tényyszáma valamivel magasabb volt annál, mint ami az egyéb konjunkturális mutatókból következett volna, addig a második negyedév adata épp ellenkezőleg értelmezhető. A vállalati szektor egészét nem jellemezte ez a fordulat: ott a második negyedév az augusztusi *Jelentésben* feltételezettel nagyjából megegyező mértékű bővülést hozott. Rövid távon tehát a feldolgozóipari beruházás előrejelzését csökkentettük és nagyobb bizonytalansággal számoltunk, a vállalati szektor egészének beruházási előrejelzését azonban alapvetően változatlanul hagyjuk.

Középtávon a külső kereslet alacsonyabb szintje és az augusztusban feltételezettnél erősebb reálárfolyam pálya visszafogja az üzleti szektor beruházásainak bővülését. A külső kereslet alakulásával kapcsolatban a legutóbbi időszakban enyhülő bizonytalanság azonban a beruházás előrejelzésének középtávú kockázatait csökkenti.

Augusztusi *Jelentésünkben* még a feldolgozóipari beruházások erős első negyedévi bővülésének háttérével értékeltük a konjunkturális helyzetet, már akkor jelezve, hogy a bővülés mértéke valószínűleg kiugró volt, ami később korigálódhat. A második negyedévi adat alapján ez a korrekció be is következett. Mindez nem jelenti azt, hogy a konjunkturális kilátások rosszabbodtak volna. Ellenkezőleg, a Kopint-Datorg harmadik negyedéves vállalati felmérése alapján a kapacitáskihasználtság tovább nőtt, és ugyan-



## II-10. táblázat

## Az üzleti beruházások éves átlagos növekedési ütemei (százalék)

	Tény		Előrejelzés		
	2002*	2002**	2003	2004	2005
Feldolgozóipari beruházás	-10,4	-9,0	2,0	5,3	5,6
Vállalati beruházás	-4,6	-2,1	3,4	5,2	6,2

\* KSH eredeti adatközlése a GDP-adatokra. Előrejelzésünk ezen az adatközlésen alapul.

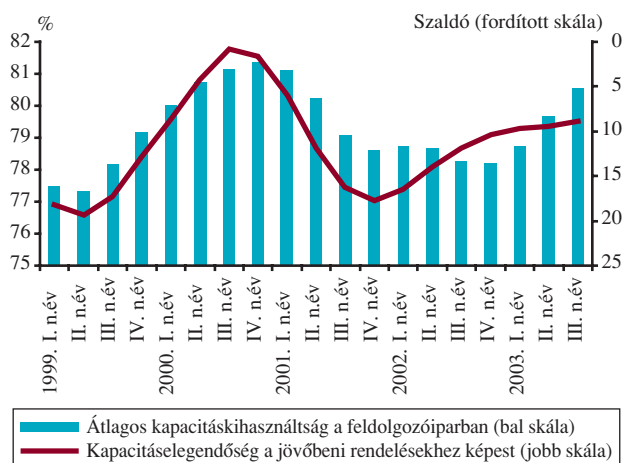
\*\* A KSH 2003. október 21-i új adatközlése. Lásd erről az V. 1. fejezetet.

csak emelkedett a jövőbeni rendeléseikhez képest kapacitásaikat alacsonynak ítéelő cégek részaránya. A második negyedév alacsony adata így ugyan a 2003-as előrejelzést az augusztusi Jelentésünkben adott 3,4 százalékról 2,0 százalékra mérsékli, de e mögött továbbra is élénkülő beruházási dinamikával számolunk, s valamelyest a kockázatok is alacsonyabbak. Ezt az is támogatja, hogy mind a külső, mind a belső konjunktúrával kapcsolatos várakozások javultak az előző negyedévhez képest.

A teljes vállalati szektor rövid távú kilátásai ugyanakkor csaknem változatlanok: a második negyedéves tények igazolták korábbi előrejelzésünket. Így a 2003-as beruházásbővülést nagyjából változatlan, 3,4 százalékra tesszük a teljes vállalati körben.

## II-6. ábra

## Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban (a Kopint-Datorg felmérése alapján)



2004-ben a külső kereslet szintjében alacsonyabb pályája és a felértékeltebb reálárfolyam az augusztusi Jelentésben szereplőhöz képest visszafogottabb bővülést eredményez a beruházásokban, ami elsődlegesen ismét a feldolgozóipari kört érinti. A forint euróval szembeni felértékeltebb nominális árfolyama lényegében változat-

lan fajlagos munkaköltség mellett azt jelenti, hogy az augusztusi előrejelzésben feltételezett enyhébb versenyképesség-javulást nem tudjuk érvényesíteni új prognózisunkban. Ezen folyamatok mellett a feldolgozóipari beruházások növekedésében 2004-re 5,3 százalékos bővülést jelzünk előre.

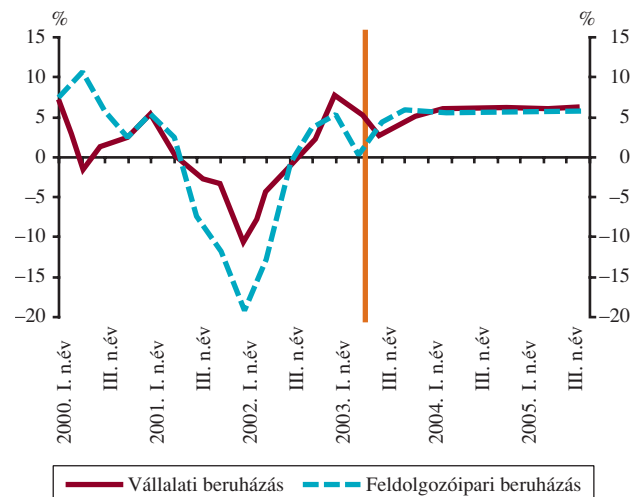
A teljes vállalati beruházásokban valamelyest szerényebb lassulással számolunk, ugyanis a piaci szolgáltatások körében a beruházási dinamika nem változik lényegesen az augusztusban adotthoz képest. Sőt, annál valamelyest magasabb fogyasztási kereslettel számolunk, bár ez csak indirekt és nehezen kimutatható hatással van a piaci szolgáltatók beruházásaira. Összességében a teljes vállalati szektor beruházásaira 5,2 százalékos bővülést jelzünk előre, mely csekély mértékben marad csak el az augusztusban adott 5,3 százalékos prognózistól.

2005-re alapvetően a 2004-es dinamika fennmaradását tételezzük fel mind a feldolgozóipari, mind a teljes vállalati körben. E mögött az a feltevés húzódik meg, hogy a piaci szolgáltatásokban a termelés enyhébb lassulása mögött már gyorsuló negyedéves dinamika húzódik meg (lásd a II. 2. pontban), így a szektor beruházási aktivitása magasabb marad a feldolgozóiparénál. A teljes vállalati körben így 6,2, a feldolgozóiparban 5,6 százalékos éves beruházásbővülést várunk 2005-re.

## II-7. ábra

## A feldolgozóipari és teljes vállalati beruházások volumenének alakulása

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



## II. 1.5. KÉSZLETALAKULÁS

A készletek második negyedévi tényadatainak ismeretében még mindig nyitott kérdés, hogy a ciklikus élénkülés, vagy egyéb folyamatok tükröződnek az adatokban. A termelési adatokból és előrejelzésből (lásd a II. 2. pontban) kirajzolódó konjunktúra a feldolgozóipari vásárolt

készletek növekedésével lenne konzisztens, miközben a késztermékkészletek szintje inkább csökkenő volna.

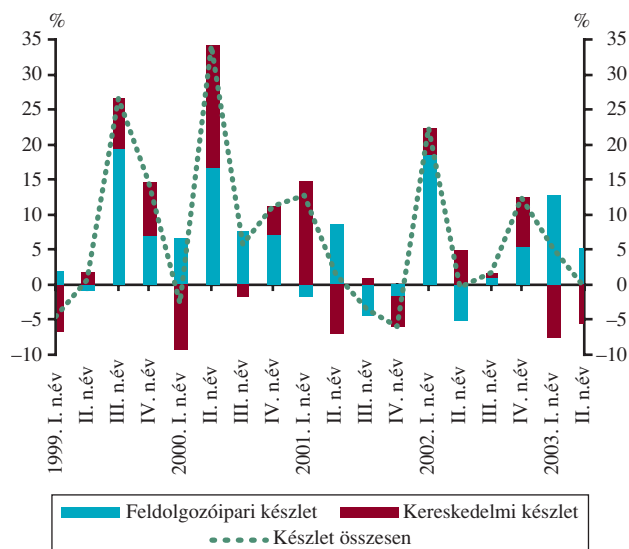
Tény, hogy a feldolgozóipari készletek viszonylag erős növekedése már csaknem egy éve figyelhető meg, azonban ez legalább felerészben a késztermékkészletek állományának növekedéséből adódik. A vásárolt készletek állományának növekedése ugyan a kedvezőbb konjunktúris várakozásokra utalhat, de lehetséges, hogy ez inkább a külső konjunktúrát érinti, amint az a feldolgozóipar viszonylag magas exportértékesítés-bővüléséből is következik. A belföldi vállalati konjunktúra vonatkozásában a készletalakulás tehát egyelőre még nem nyújt biztos támpontot.

A kereskedelmi készletek (amelyek jellemzően vásárolt készletek) ugyanakkor 2003 első felében jelentősen csökkentek, ami mögött mind erősebb az a korábban (így az augusztusi Jelentés II. 1.5 fejezetében) megfogalmazott hipotézisünk, hogy ez már a fogyasztás 2004-re várható lassulását megelőző készletleépítés lehet az érintett cégek részéről.

**II-8. ábra**

**A nemzetgazdasági készletek alakulása**

(évesített negyedéves növekedési ütem, illetve hozzájárulás)



A fentiek alapján a nemzetgazdasági készletállomány a megelőző negyedévek növekedése után 2003 második negyedévében vélhetőleg stagnált. Ez azonban ellentmond a GDP-statisztikában szereplő második negyedéves jelentős készletállomány-növekedésnek, bár a két-féle statisztikában korábban is fordultak elő eltérések.<sup>21</sup> Ez mindenestre megerősíti, hogy a készletállomány

alakulásának oldaláról továbbra is meglehetősen bizonytalan következtetések vonhatók le a konjunktúrával kapcsolatban.

**II. 1.6. KÜLKERESKEDELEM**

A külkereskedelmet idén az export lassú bővülése mellett igen erőteljes importnövekedés jellemzi, így a nettó export csökkenti a gazdasági növekedés ütemét, Mindezt a külső kereslet alacsony bővülése mellett az élénk belföldi kereslet importigényével magyarázunk. Jövőre és 2005-ban a nettó export előrejelzésünk szerint már pozitívan járul hozzá a növekedéshez a külső konjunktúra felívelése és a belföldi kereslet mérsékeltebb növekedése következtében.

2003-ra a nettó export gazdasági növekedés ütemét csökkentő szerepére a korábbi előrejelzéseinkben számítottunk, de az első félévben a külkereskedelmi folyamatok korábbi előrejelzésünkénél is kedvezőtlenebbül alakultak. Az export növekedési üteme elmaradt prognózisunktól, az import viszont a vártnál gyorsabban növekedett. Exportpiacunk mérete külső partnereink adatainak utólagos korrekciója következtében csak kismértékben bővült az első félévben, ami összhangban áll exportunk lassú növekedésével.<sup>22</sup>

A második félévben várakozásunk szerint már gyorsabb lesz az export növekedése, amit a rendelkezésre álló tényadatok is alátámasztanak. Az import növekedési üteme még mindig gyors, de a belföldi kereslet mérséklődő növekedése csökkenti az importkeresletet.

2003-ban a nemzetgazdasági export növekedése alacsonyabb lesz, mint az áruexporté. Ezt az idegenforgalmi bevételek visszaesése okozza. Az idegenforgalmi bevételek volumene ebben az évben a tavalyi évhez hasonlóan továbbra is hanyatlik. Az idegenforgalom gyenge teljesítményét elsősorban a világgazdasági dekonjunktúra, kisebb részben a forint korábbi reálfelértékelődése hatásának is tulajdonítjuk.

2004-ben a külső piacbővülésnél valamivel erőteljesebb exportdinamikával számolunk, és e tendencia folytatódását vetítjük előre 2005-re is. 2004-ben ugyanakkor az export növekedési ütemét fékezi még a megelőző két év reálfelértékelődésének késleltetett hatása. A jövő évi exportbővülésben lefelé irányuló kockázatot jelent a korábbi Jelentésünkben feltételezettnél erősebb reálárfolyam, de ezt becsléseink szerint ellensúlyozza a magyar export korábban feltételezettnél nagyobb mértékű külső konjunktúra rugalmassága. Jövőre az export növeke-

<sup>21</sup> A GDP-statisztikában a készleteknél az ún. statisztikai hiba is elszámolásra kerül.

<sup>22</sup> Az ideai exportadatok elemzésénél nem hagyható figyelmen kívül a tavalyi év első félévnek külkereskedelmi forgalmát jelentősen megnövelő „X-box” hatás, ami 2002-ben az export és import éves növekedési ütemét mintegy 2 százalékponttal emelte. Az X-box megjelenése a külkereskedelmi forgalomban egyszeri relokációs döntés eredménye, és a konjunktúris folyamat szempontjából nem informatív. Az e hatástól megtisztított korrigált adatok alapján számított rövid bázisú indexek az export gyorsulását jelzik már az ideai második negyedévtől.

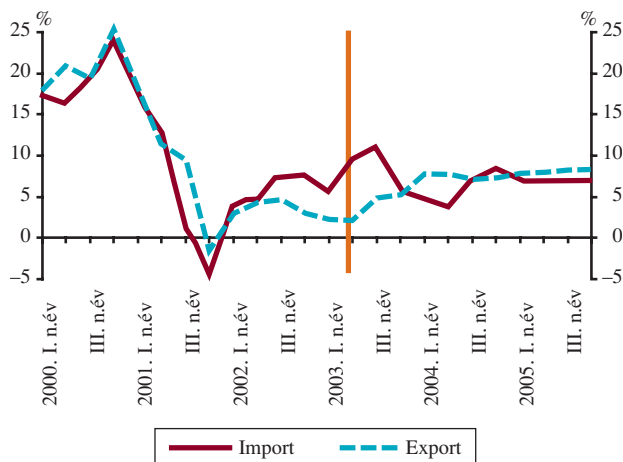
dési üteme meghaladja az importét, a belföldi kereslet okozta importigény jelentősen mérséklődik. A nemzetgazdasági export 7,5 százalékos, az import 6,0 százalékos növekedését jelezzük előre.

2005-ben az export bővülése tovább folytatódik, és az import a belföldi kereslet kismértékű fellendülése hatására némileg gyorsul. Előrejelzésünk szerint a nemzetgazdasági export 8,1 százalékkal, az import 7,0 százalékkal nő.

### II-9. ábra

#### A nemzetgazdasági export és import alakulása\*

(előző év azonos időszakához viszonyítva)



\* Áru- és szolgáltatás-külkereskedelem, volumenben.

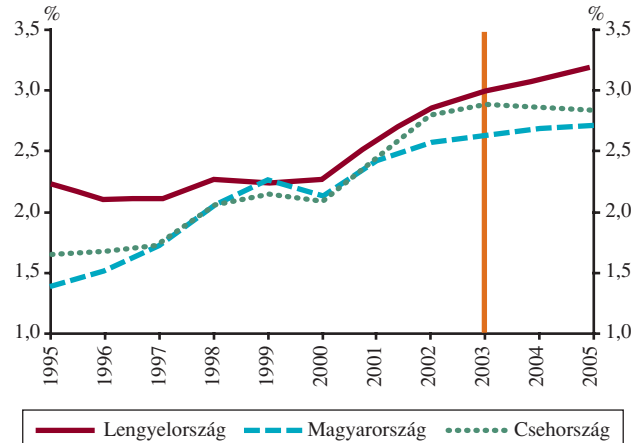
A nemzetközi versenyképesség mérésének egyik eszköze a piaci részesedések vizsgálata. A csatlakozó országok esetében természetes választásként adódik, hogy az EU importpiacán elért részesedéseiket vessük össze egymással<sup>23</sup>. Korábbi vizsgálatainkból már ismert, hogy a legnagyobb csatlakozó országok (Csehország, Lengyelország és Magyarország) 2002-ig jelentős mértékben növelték piaci részesedésüket az EU importjában, mely folyamat a 2000. évet követő enyhébb megtorpanás után még gyorsult is.

Felhasználva a három ország exportjára, továbbá az EU importjának növekedésére vonatkozó európai bizottsági előrejelzéseket, megbecsültük a piaci részesedés várható alakulását 2005-ig a fenti három gazdaság vonatkozásában. Az első eredmények alapján az rajzolódik ki, hogy további dinamikus piacirészesedés-bővülés csak Lengyelország esetében valószínű. Magyarország, a viszonylag gyengébbre értékelt 2003. első félévi exportteljesítménye ellenére is, képes lesz növelni piaci részesedését, ámbár ennek mértéke a korábbi évekenél lényegesen szerényebb lesz. Meglepő módon a jelenle-

gi előrejelzések alapján Csehország 2004-től még akár veszthet is piaci részesedéséből.

### II-10. ábra

#### Piaci részesedés az EU-ban\*



\* Forrás: Európai Bizottság, Eurostat és MNB. A definícióhoz lásd a 23. sz. lábjegyzetet

### II. 1.7. KÜLSŐ EGYENSÚLY

Előrejelzésünkben most első alkalommal olyan módszertan szerint is vizsgáljuk a folyó fizetési mérleg alakulását, amely tartalmazza a külföldiek Magyarországon újrabefektetett jövedelmeit is. Ennek oka, hogy 2004-től az MNB hivatalos fizetésimérleg-publikációjában is megjeleníti az újrabefektetett jövedelmeket.

Az MNB pénzügyi számlák adatközlése 1998-tól teszi lehetővé az egységes nemzetközi módszertannak megfelelő újrabefektetett jövedelmeket is tartalmazó külső egyensúly vizsgálatát. Az 1998-at megelőző időszakra az adatokat becsléssel állítottunk elő. Az MNB a 2004. március 31-i adatközléskor publikálja 1995-ig visszamenőleg a hivatalos adatsorokat.<sup>24</sup>

Hangsúlyoznunk kell, hogy az újrabefektetett jövedelmek elszámolása nem jelent új többletfinanszírozási igényt, mert a külföldiek újrabefektetett jövedelme a pénzügyi mérlegben ugyanakkora nagyságú közvetlen külföldi tőkebefektetésként megjelenik. A reinvesztíció figyelembevétele azonban lehetővé teszi a nemzetközi fizetésimérleg-adatokkal való összehasonlítást, és a konjunktúraciklus szempontjából is eltérő viselkedést mutat. Hangsúlyosabbá válik, hogy a működőtőke-befektetések eredményeként nőtt a külföldi tulajdonosoktól való függőség, mivel beruházási, újrabefektetési döntéseik a külső egyensúlyra számottevő hatást gyakoroltak.

<sup>23</sup> A részesedést az EU összes uniói kívüli országból származó importján belül határozzuk meg folyó áras euróadatokból, melyeket az Eurostat hoz nyilvánosságra.

<sup>24</sup> Az itt közölt számok részben szakértői becslésen alapulnak. A téma módszertani vonatkozásairól lásd az V. 2. fejezetet.

Az így számított fizetési mérleg a GDP arányában mintegy 2-2,5 százalékkal magasabb hiányt mutat. Ez az új külső egyensúlyi mutató a korábitól lényegesen eltérő képet mutat a múltra vonatkozóan is.<sup>25</sup> Az újrabefektetett jövedelmeket figyelembe véve a 1995-ös kiigazítás más megvilágításba kerül. A kiigazítás külső egyensúlyra gyakorolt hatása jelentős, de kisebb mértékű és rövidebb hatású volt, mint azt a korábbi adatok alapján gondolhattuk. Vizsgálatunk eredményei azt mutatják, hogy az államháztartási pozícióváltozáson kívül a vállalati beruházások alakulása befolyásolta legnagyobb mértékben a külső egyensúly változását.

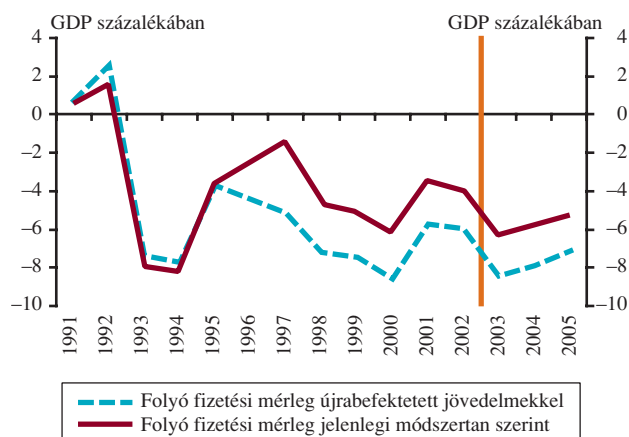
2001–2002-ben az államháztartás külsőforrás-szükségletének emelkedése csak azért nem járt a külső egyensúly nagyobb mértékű romlásával, mert a vállalatok jelentős mértékben visszafogták beruházási tevékenységüket.

2003-ban az államháztartás pozíciója kismértékben javult, de – részben a fiskális politika hatására – a háztartások nettó megtakarításai jelentősen mérséklődtek. A vállalati szektor felhalmozási igénye a külső konjunktúra-ciklussal összhangban nőtt, így a magánszektor pozíció változása eredményezte a külső egyensúly romlását.

2004–2005-re az államháztartás finanszírozási igényének csökkenését feltételezzük. A magánszektor finanszírozási kapacitása mérséklődik a vállalati beruházások fellendülésével, de ez kisebb mértékű lesz, mint az államháztartási kereslet szűkítése, így egészében némileg mérséklődik a külső finanszírozási igény.

II-11. ábra

**A folyó fizetési mérleg alakulása a jelenlegi és a 2004-től érvényes módszertan szerint\***



\* Az 1998 előtti adatok becsltek. 1998-tól a Pénzügyi számlák alapján, lásd V. 2. fejezet.

Az újrabefektetett jövedelmek alakulása felveti azt a kérdést, hogyan változott az újrabefektetési hajlandóság az elmúlt időszakban, és milyen feltételezéssel élhetünk a jövőre vonatkozóan. A külföldiek teljes megtermelt jövedelme és az abból a vállalkozásba visszaforgatott jövedelem aránya viszonylag stabil volt Magyarországon az elmúlt években, 50 százalék körül ingadozott. A vállalati beruházások visszaesésével 2001-ben és 2002-ben mérséklődött az újrabefektetési hajlandóság is. Előrejelzésünk szerint 2003-tól a vállalati beruházási ciklus felívelésével újra emelkedni fog a külföldiek Magyarországon megtermelt jövedelméből visszaforgatott arány.

II-12. ábra

**A reinvestíciós arány változása\***



\* Külföldiek Magyarországon újrabefektetett jövedelme a Magyarországon megtermelt összes jövedelmükhöz viszonyítva.

Az augusztusi Jelentéshez képest 2003-ra az államháztartás finanszírozási igényének növekedését a folyó fizetési mérleg hiányát a jelenleg érvényes módszertan szerint magasabbra, a GDP 6,4 százalékára becsüljük. 2004-re a külső finanszírozási igény a GDP arányában mintegy egyszázalékos csökkenését prognosztizáljuk. A folyó fizetési mérleg hiánya azonban ennél kisebb mértékben csökken az EU-transzferek elszámolásának módszertana miatt (l. később). Így a folyó fizetési mérleg hiányát az ideihez közel azonos szintre, a GDP 6,0 százalékára becsüljük. 2005-re a fiskális kiigazítás hatására már némileg csökken a fizetési mérleg hiánya, előrejelzésünk szerint az a GDP 5,3 százaléka lesz.

2003-ban a külső finanszírozási igényre vonatkozó előrejelzésünk augusztusihoz képest vett emelkedését az okozza, hogy az államháztartás finanszírozási igénye magasabb, mint azt az előző Jelentésünkben feltételez-

<sup>25</sup> Az újrabefektetett jövedelmeket is tartalmazó külső egyensúlyi mutatóról készült első elemzésünk a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* c. MNB kiadvány 2003. júniusi számában jelent meg. Részletes elemzést lásd Sisakné Fekete Zsuzsa–Vadas Gábor: A külső egyensúly új megközelítésben, MNB Háttér tanulmányok (megjelenés alatt).

## II-11. táblázat

A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási helyzete a jelenlegi és a 2004-től érvényes módszertan szerint (a GDP százalékában)

	2001	2002	2003	2004	2005
	Becslés		Előrejelzés		
I. Államháztartás*	(-5,0)	(-9,3)	(-8,2)	(-7,4)	(-6,4)
II. Magánszektor (1.+2.)	2,2	5,6	1,9	2,0	1,9
1. Háztartások	5,1	2,6	0,2	0,4	0,6
2. Vállalati szektor**	(-2,9)	3,0	1,7	1,6	1,3
Külső finanszírozási képesség (I.+II.)***	(-2,8)	(-3,7)	(-6,4)	(-5,3)	(-4,5)
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege</b> milliárd euróban	<b>(-3,4)</b> (-2,0)	<b>(-4,0)</b> (-2,8)	<b>(-6,4)</b> (-4,7)	<b>(-6,0)</b> (-4,7)	<b>(-5,3)</b> (-4,5)
Újrabefektetett jövedelmek	(-2,3)	(-2,0)	(-2,2)	(-2,1)	(-2,0)
Vállalati szektor újrabefektetett jövedelmekkel	(-5,2)	0,9	(-0,5)	(-0,6)	(-0,7)
Külső finanszírozási képesség újrabefektetett jövedelmekkel együtt****	(-5,1)	(-5,8)	(-8,5)	(-7,5)	(-6,5)
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege újrabefektetett jövedelmekkel együtt</b> milliárd euróban	<b>(-5,8)</b> (-3,3)	<b>(-6,1)</b> (-4,2)	<b>(-8,6)</b> (-6,3)	<b>(-8,1)</b> (-6,4)	<b>(-7,3)</b> (-6,2)

\* Speciális pénzforgalmi szemléletű mutató a megtakarítói pozíciók elemzésére. Nemcsak az államháztartás hiányát mutatja, hanem nagyobb állami tulajdonú vállalatok finanszírozási igényét is tartalmazza.

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

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

\*\*\*\* Az újrabefektetett jövedelmeket az MNB pénzügyi számlákból számítottuk ki, lásd V. 2. fejezetet.

tük. Eközben a magánszektor finanszírozási képessége pedig korábbi előrejelzésünknel jobban csökken. Az eddig rendelkezésre álló adatok alapján ugyanis a lakossági fogyasztás magas szintje mellett a lakáshitelek is dinamikusan növekedtek. A negyedik negyedévben már nem számítunk a lakossági fogyasztás és a lakáshitelek igénybevételének további gyorsulására, így a tavalyinál lényegesen alacsonyabb, de pozitív nettó megtakarító pozícióra számítunk a háztartásoknál. A vállalati szektor finanszírozási kapacitása is csökken, mert felhalmozásuk a tavalyi visszaesés 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, de még mindig igen magas szinten marad. A lakosság rendelkezésre álló jövedelme az ideinél lényegesen kisebb mértékben nő, így a háztartások nettó megtakarításai előrejelzésünk szerint csak kismértékben növekednek. A vállalati szektor beruházá-

sai a külső konjunkturális ciklussal összhangban emelkednek.

2005-ben, a PEP-ben szereplő deficitcsökkenés megvalósulása esetén, tovább folytatódik a fiskális keresletszűkítés, és ennek hatására némileg csökken a külső finanszírozási igény. A vállalatok felhalmozási kiadásai kismértékben növekednek, így finanszírozási igényük nő.

Az EU-csatlakozás hatását a külső finanszírozási igény szempontjából semlegesre becsüljük. Számításunk szerint ugyanis jövőre az EU-transzferek, a vámok eltérő elszámolásának hatása és Magyarország befizetései összességében kiegyenlítik egymást. A folyó fizetési mérleg hiányát azonban becslésünk szerint az EU-elszámolások a GDP mintegy 0,4 százalékával emelik, mert Magyarország befizetései „viszonylatlan átutalásként” a folyó tételek között szerepelnek, míg a kapott transzferek egy része a tőkemérlegben jelenik meg.

## II. 2. TERMELÉS

A külső kereslet korábban előre jelzettnél alacsonyabb szintje, továbbá a korábbinál erősebb reálárfolyam miatt valamelyest romló versenyképesség középtávon kissé szűkíti a feldolgozóipari termelés bővülési lehetőségeit. Előrejelzési horizontunk végére (2005-re) ennek ellenére már viszonylag erőteljes ütemű növekedést mutat mind a feldolgozóipari termelés, mind a hozzáadott érték.

A piaci szolgáltatások hozzáadott értékében a fogyasztási kiadások dinamikájának lassulása, valamint a korábban feltételezettnél szintjében alacsonyabb külsőkereslet-pálya középtávon hangsúlyosan jelentkezik, így ennek bővülése alacsonyabb lesz a korábbi években megszokottnál. Az építőiparban is a növekedés további mérséklődésére számítunk, bár 2005-re már némi élénkülést várunk.

### II-12. táblázat

#### A termelés alakulása

(éves átlagos növekedési ütemek, százalékban)

	Tény		Előrejelzés		
	2002**	2002***	2003	2004	2005
Feldolgozóipari bruttó termelés	3,9	3,9	3,4	6,0	7,9
Feldolgozóipari hozzáadott érték*	0,8	2,8	1,6	5,2	6,4
Piaci szolgáltatások hozzáadott értéke	4,1	5,1	3,9	3,5	3,0
Építőipari hozzáadott érték	10,0	16,7	5,7	3,8	4,5

\* Korrigált idősor.

\*\* A korábbi KSH-kiadás szerinti, az előrejelzés alapjául szolgáló adatok.

\*\*\* A KSH 2003. október 21-i adatközlés alapján újraszámolt mutatók (lásd az V. 1. fejezetet).

Mint augusztusi *Jelentésünkben* írtuk, a hazai feldolgozóipar lényegében már 2002 elejétől folyamatosan élénkült, amit az adott konjunkturális helyzetben csak a német import egyidejű erős bővülésével tudtunk magyarázni. Ezt a magyarázatot erősítette, hogy míg a feldolgozóipar belföldi értékesítése stagnált, addig az exportértékesítésben kimondottan dinamikus növekedés volt megfigyelhető. A folyamatban valószínűleg meghatározó jelleggel bírtak a nagy német vállalatok Magyarországon

létrehozott leányvállalatai, melyek elsődlegesen beruházási célú termékeket exportálnak. Ezt a kezdeti fellendülést a hozzáadott értéknek a bruttó termeléstől szokatlanul elmaradó bővülése kísérte. Ezt a különbséget a friss KSH-adatrevízió valamelyest csökkentette.

2003 első negyedében a feldolgozóipari termelés növekedése megtorpant, ami párhuzamba állítható a külső kereslet alakulására vonatkozó, ekkorra különösen fel erősödő bizonytalansággal. A második negyedévtől azonban a külső konjunktúrával kapcsolatos várakozások jelentős javuláson mentek keresztül, aminek kihatásaként a feldolgozóipari bruttó termelés új lendületet vett, bár a hozzáadott érték növekedése még a második negyedévben is alacsony volt. A harmadik negyedéves adatok birtokában úgy tűnik, hogy a hazai üzleti bizalom is helyreállt, így 2003 második felére gyorsuló dinamikát várunk a feldolgozóiparban. Mindez a feldolgozóipari bruttó termelésnek 3,4, a hozzáadott értéknek pedig 1,6 százalékos bővülésére ad lehetőséget.

### II-13. ábra

#### A belföldi üzleti bizalom indexe a Kopint vállalati felméréséből\* (az MNB által súlyozott adatok)



\* Az index növekedése javuló üzleti bizalmat mutat.

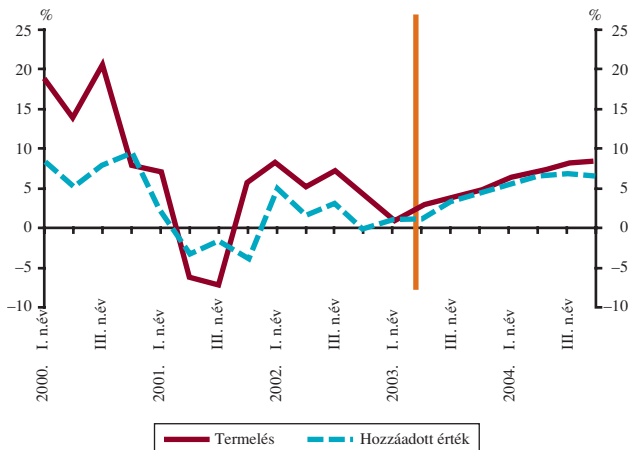
A növekedés mértékét középtávon behatárolja, hogy exportpiacaink mérete korábbi előrejelzésünknel alacsonyabb lesz, továbbá az, hogy a fajlagos munkakölt-

ség-alapú reálárfolyam is erősebb. Így, bár 2004-ben a feldolgozóipar bővülése folyamatos lesz, előrejelzésünk mégis alatta marad az augusztusi *Jelentésünkben* adottnak. A bruttó termelés szintje jövőre 6,0, a hozzáadott érték pedig 5,2 százalékkal haladhatja meg a 2003. évit.

2005-ben a külső kereslet élénk dinamikája lesz meghatározó. Exportpiacunk mérete csaknem 6 százalékos bővülésének megfelelő, viszonylag gyors növekedés várható a feldolgozóiparban: a bruttó termelés 7,9, míg a hozzáadott érték 6,4 százalékkal nőhet. Ebben a pályában még jelentős felfelé irányuló kockázatok is maradtak, ugyanis az alap-előrejelzésünkhöz képest jóval nagyobb exportértékesítési ütemek kialakulására is esélyt látunk.

#### II-14. ábra

#### A feldolgozóipari termelés és hozzáadott érték\* alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek)



\* 2002 harmadik és negyedik negyedévi tényadatainak korrígálásával.

A piaci szolgáltatásokban az utóbbi időszakban a növekedés trendje lassuló volt. Ezt elsődlegesen a külső konjunktúra alakulásához jobban kötődő szállítási szolgáltatások és részben a pénzügyi szolgáltatások okozták. Ezzel ellentétesen hatott, hogy 2002-ben és 2003 első felében a lakossági fogyasztás erős bővülése a kereskedelmi szolgáltatásokban keletkező hozzáadott érték növekedési ütemét magasan tartotta. 2004-ben azonban az elsődlegesen a fogyasztást érintő magasabb adóterhek mellett a lakossági fogyasztás növekedése lassulni fog. Így az élénkülő külső konjunktúra ellenére a növekedés dinamikája a piaci szolgáltatásokban tovább mérséklődik. A 2003-as 3,9 százalékos bővülést 2004-ben 3,5 százalékos növekedés követi. 2005-ben ezen alacsonyabb negyedéves dinamika mentén bővül tovább a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke. További lassulást már nem várunk, sőt, az élénkebb külső kereslet hatására az év vége felé már a növekedés dinamikája is gyorsulni fog. Éves szinten azonban mindez a korábbi évekéhez elmarad, mintegy 3 százalékos bővülést jelent majd.

Az építőipar a 2003 első negyedévi rendkívül alacsony adat (ami valószínűleg a szokatlanul kemény év eleji időjárásnak volt az eredménye) után a második negyedévben korrígált az augusztusi *Jelentésünkben* előre jelzett pályára irányába. Az azóta megjelent információk (mindezekelőtt az építőipari vállalkozások szerződésállományának, továbbá az új szerződéseknek a nagysága) azonban a növekedési ütemek további mérséklődését vetítik előre. Elsődlegesen az ún. egyéb építmények körében csökken a szerződésállomány, de az épületek körében is kisebb növekedésre számíthatunk. A teljes építőipari hozzáadott érték bővülése így a 2003-as 5,7 százalékos követően 2004-ben már csak 3,8 százalékos lesz. 2005-ben az egyéb építmények körében (amibe a nagyobb állami megrendelések is tartoznak) már valamelyes élénküléssel számolunk, így a bővülés elérheti a 4,5 százalékos szintet.





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



Az elmúlt negyedévben a dezinflációhoz való vállalati nominálisbér-alkalmazkodás lassulásának jelei tovább erősödtek: a bérinfláció csökkenése a feldolgozóiparban megtorpant, a piaci szolgáltatások körében pedig lassan növekedésnek indult. Feltételezésünk szerint a nominálisbér-alkalmazkodás lassulása a feldolgozóiparban, illetve a piaci szolgáltatások körében csak átmeneti jellegű, és 2004-től – bár eltérő okokból és eltérő mértékben – mindkét szektorban a bérinfláció további mérséklődésére számítunk.

A bérprognózis elkészítésekor a korábbi *Jelentéshez* hasonlóan az inflációs várakozások alakulásának mind rövid, mind hosszú távon fontos szerepet tulajdonítunk. Így előrejelzésünknek továbbra is központi eleme az a feltételezés, amely szerint a vállalatok felismerik, hogy 2004-ben az indirekt adókhöz köthető fogyasztóiár-emelkedés nem jelent számukra többletárbevételt, valamint az ár-emelkedést nem keverik össze egy általános inflációgyorsulással, így nem is lazítanak a bérpolitikájukon. Emellett feltételezzük azt is, hogy a béralkuban a vállalatok pozíciója erős, és így ellent tudnak állni a magasabb infláció miatt esetleg megemelkedő bérköveteléseknek. Abban az esetben, ha a fenti feltételezéseink nem teljesülnek, akkor a versenyszférában az inflációs nyomás és a bérnövekedés az előrejelzésünkénél magasabb lehet.

A prognózisunk szerint a fajlagos munkaköltségek alakulásában megjelenő költségoldali inflációs nyomás a versenyszférában sem 2003-ban, sem 2004-ben nem emelkedik számottevően a korábbi előrejelzésünkhöz képest. Várakozásaink szerint az erősebb árfolyam a feldolgozóipart nagyobb alkalmazkodásra kényszeríti, ennek hatására a nominális bérek növekedési üteme jelentősebb mértékben csökken, míg a termelékenység dinamikusabban nő, mint a piaci szolgáltatások körében. Ennek eredményeként 2004-ben és 2005-ben a fajlagos bérköltségek a feldolgozóiparban gyakorlatilag stagnálnak,

### III-1. táblázat

#### Összefoglaló munkapiaci mutatók

(változás az előző évhez képest, százalék)

	Beclsés*		Előrejelzés			
	Augusztusi			Aktuális		
	2002	2003	2004	2003	2004	2005
<b>Feldolgozóipar</b>						
Foglalkoztatottság	(-1,9)	(-1,9)	(-0,1)	(-2,0)	(-1,0)	0,4
Bérinfláció	11,6	8,2	7,3	8,0	7,0	5,9
Termelékenység***	2,7	4,3	5,4	3,8	6,1	5,7
ULC****	7,2	2,9	1,7	3,1	0,3	0,1
<b>Piaci szolgáltatások</b>						
Foglalkoztatottság	1,5	1,8	0,9	2,0	2,3	1,6
Bérinfláció	13,5	10,3	8,8	10,2	9,4	7,1
Termelékenység***	2,6	2,1	2,6	1,9	1,0	1,4
ULC****	9,1	7,3	5,8	7,4	7,5	5,5
<b>Versenyszféra**</b>						
Foglalkoztatottság	(-0,2)	0,0	0,4	0,0	0,7	1,1
Bérinfláció	12,6	9,3	8,1	9,2	8,3	6,5
Termelékenység***	2,8	3,2	3,8	2,9	3,4	3,3
ULC****	8,0	5,1	3,9	5,2	4,1	3,0

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

\*\* Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga.

\*\*\* Termelékenység: hozzáadott érték volumen/foglalkoztatottak száma. Az október 21-én revidált 2002. évi feldolgozóipari hozzáadott érték figyelembevétele nélkül.

\*\*\*\* ULC: termékegységre (hozzáadott érték) jutó munkaerőköltség nominális növekedése. Az október 21-én revidált 2002. évi feldolgozóipari hozzáadott érték figyelembevétele nélkül.

nak, míg a piaci szolgáltatások körében 7,5, illetve, 5,5%-kal emelkednek.

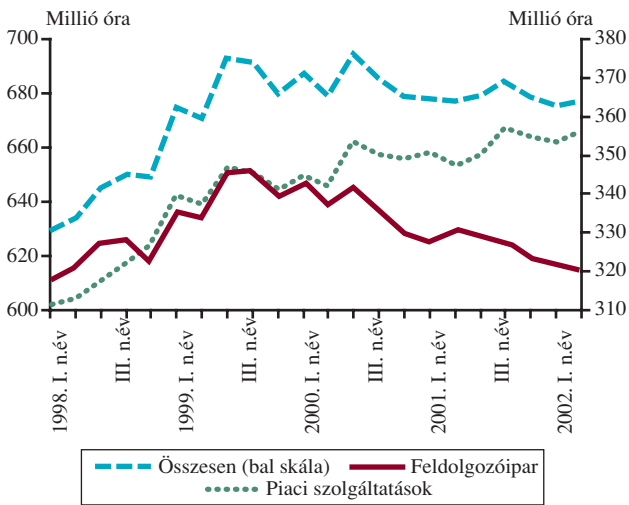
### III. 1. MUNKAERŐ KIHASZNÁLTSÁGA

A gazdaságban felhasznált munkaerő mint termelési tényező közelítésére az összes ledolgozott munkaórák számának mutatóját használjuk, amely együttesen méri a létszám és az egy foglalkoztatott által ledolgozott munkaórák (egyfajta munkaintenzitás) változásának a hatását. A 2003. második negyedévi adatok szerint a versenyszektorban tovább folytatódott az összes ledolgozott munkaórák számának lassú csökkenése, aminek eredményeként a versenyszektorban a munkaerő kihasználtsága 2001 eleje óta folyamatosan mérséklődik. E tendencia mögött a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások eltérő munkaerő-piaci folyamatai állnak.

III-1. ábra

#### Ledolgozott munkaórák száma összesen\*

(feldolgozóipar és piaci szolgáltatások együtt, millió óra/hó)



\* A KSH intézményi munkaerő-piaci statisztikája szerint.

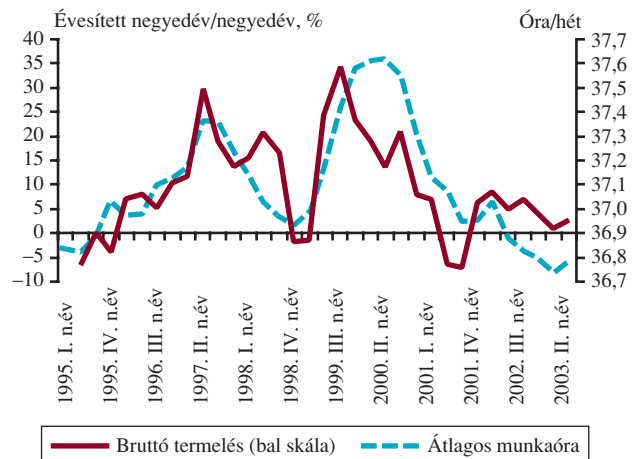
A feldolgozóipar összes ledolgozott munkaórái 2000 vége óta igen erőteljesen visszaestek, amiben az alacsonyabb foglalkoztatás és az átlagos munkaórák csökkenése együttesen játszott szerepet. Bár az augusztusi *Jelentésünkben* azt írtuk, hogy a feldolgozóiparban a fizikai foglalkozásuk átlagos munkaórái már 2003 elejétől növekedésnek indultak, a KSH friss adatrevíziója nyomán a fordulópont megint a legutolsó negyedévre került, ami a folyamatok megítélésében továbbra is nagyfokú bizonytalanságot jelent. Ráadásul a munkaórák utolsó negyedévi növekedése nem tekinthető kiegyen-

súlyozottnak: az ágazatokon belül a vegyiparra, a faiparra és a textiliparra koncentrálódik, és nem érinti a legnagyobb súlyú és a termelését a legdinamikusabban bővítő gépipart.

Az 1995–2001 közötti időszakban a feldolgozóipari konjunktúra és az átlagos fizikai munkaórák száma szoros együttmozgást mutatott, azaz a munkaerő kihasználtsága a konjunktúra felívelő szakaszában növekedett, míg a termelés visszaesésénél a vállalatok a létszám költséges leépítése helyett a munkaórák számát csökkentették. 2002 óta azonban ez a kapcsolat látszólag gyengébb lett, a konjunktúra élénkülése ellenére a munkaórák száma 2003 elejéig folyamatosan csökkent.

III-2. ábra

#### Feldolgozóipari termelés és átlagos munkaórák kapcsolata



A munkaóra adatsor gyakori revíziója miatt elképzelhető, hogy ez a jelenség csak átmeneti jellegű. Ugyanakkor a korábbi tendencia tartós megváltozása arra utalhat, hogy a feldolgozóipar munkaerő-felhasználását a konjunkturális ciklus hatása mellett egyéb tényezők is befolyásolják. Ilyen tényező lehet a termelési struktúra átalakulása, azaz a termelési inputok közötti arányok megváltozása.

A munkaerő csökkenő kihasználtsága és a lassan, de tartósan bővülő termelés 2002 végétől a feldolgozóipari

munkatermelékenység dinamikusan növekedéséhez vezetett. A munkatermelékenység növekedése mögött vagy újfajta termelési-értékesítési eljárások (technológiai változás), vagy a munka tőkével való fokozott helyettesítése állhat. Feltételezésünk szerint a tőke munkával való helyettesítését a munkaerőköltségek elmúlt két évben bekövetkezett dinamikus emelkedése ösztönözheti. Ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások alacsony szintje és az adatok elmúlt negyedévekben megfigyelt magas volatilitása jelentős mértékben növeli a feltételezés bizonytalanságát.<sup>26</sup>

Mivel a termelési struktúra esetleges megváltoztatása a vállalatok hosszú távú stratégiájának része, ezért feltételezésünk szerint a feldolgozóipari foglalkoztatottság 2000. évi szintre való visszatérése a konjunktúra további erősödése ellenére sem várható. Ennek megfelelően a foglalkoztatás szektorális arányainak megváltozását valószínűsítjük, azaz feltételezésünk szerint a feldolgozóiparból kikerülő munkavállalók egy részét a piaci szolgáltatások szektorára szívja majd fel.<sup>27</sup>

A piaci szolgáltatások körében a munkaerő kihasználtsága 2000 óta folyamatosan növekedett, ami elsősorban a létszám dinamikus bővülését jelentette, az átlagos munkaórák számának stagnálása mellett. A piaci szolgáltatások létszámának elmúlt időszakos bővülése mögött az élénk belső kereslet állt. Feltételezéseink szerint a belső kereslet szerepét 2005-ben a külső kereslet veszi majd át, így a jövőben a piaci szolgáltatások körében stabil konjunktúrával számolunk.

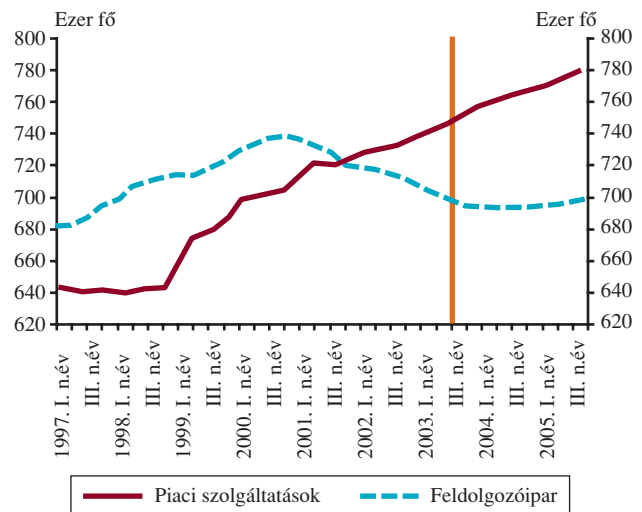
Foglalkoztatási előrejelzésünket a fent elmondottaknak megfelelően alakítottuk ki. A feldolgozóipari foglalkoztatottság alakulását a külső konjunktúra élénkülése, az erősebb reálárfolyam miatt csökkenő versenyképesség és a vállalatok termelésiinput-arányokra vonatkozó döntései

együttesen befolyásolják. E tényezők hatására a feldolgozóipari létszám feltételezésünk szerint 2004 végéig esik, majd 2005-ben már kismértékben emelkedhet.

A piaci szolgáltatások körében a konjunktúra a létszám folyamatos bővítését teszi lehetővé, részben a feldolgozóiparból felszabaduló munkaerő révén. A piaci szolgáltatások létszáma előrejelzésünk szerint 2003 és 2005 között évente átlagosan 2 százalékkal bővül majd.

**III-3. ábra**

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



\* A KSH intézményi munkaerő-piaci statisztikája szerint.

Össességében idén még stagnáló, jövőre és 2005-ben fokozatosan emelkedő versenyszférabeli foglalkoztatásra számítunk.

<sup>26</sup> Továbbá hangsúlyoznunk kell, hogy a feldolgozóipari munkaerő-kereslet visszaesésének egy része a hazai textilipar leépülésével van összefüggésben, ahol az elmúlt időszakban a konjunktúra erősödése ellenére is a termelés visszaesése volt megfigyelhető. Ebben az ágazatban tehát nem beszélhetünk tőke-munka helyettesítésről, itt az ágazat kapacitásainak csökkenéséről van szó.

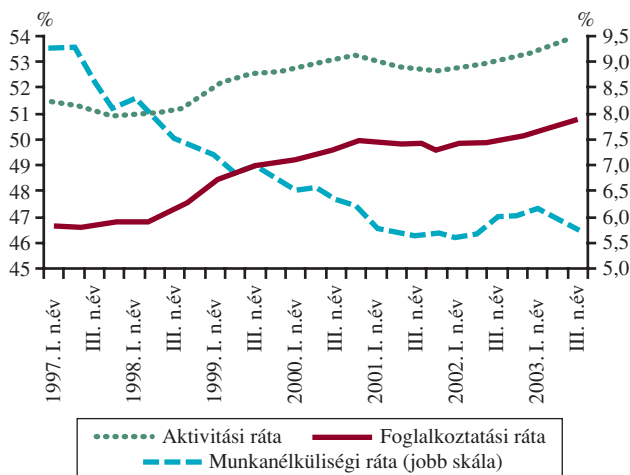
<sup>27</sup> A szektorális átrendeződés várakozásaink szerint a költségvetési szférát is érinteni fogja: 2005 végéig a költségvetési létszám 4 százalékot meghaladó csökkenésével (30 ezer fő) számolunk (lásd II. 1.2. fejezetet). Feltételezésünk szerint az állami szférából kikerülő foglalkoztatottak egy része szintén a piaci szolgáltatás szektorában talál majd munkát.

## III. 2. MUNKAERŐ-TARTALÉKOK ÉS SZŰKÖSSÉG

Az elmúlt másfél évben a munkanélküliségi ráta – amely feltételezésünk szerint a rövid távon a gazdaságban lévő munkaerő-tartalékok mutatója – a kedvezőtlen külső konjunktúra és a reálfelértékelődés ellenére is összesen csak mintegy fél százalékponttal emelkedett. Mérsékelt emelkedést mutat a regisztrált munkanélküliek száma is. A munkanélküliség mérsékelt növekedése annak volt az eredménye, hogy bár az aktivitási ráta 2002 eleje óta folyamatosan növekedett, és a versenyszféra sem támasztott jelentős munkaerő-keresletet, az állami szférában dinamikusan bővülő foglalkoztatás megakadályozta jelentős munkaerő-tartalékok felduzzadását.

III-4. ábra

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



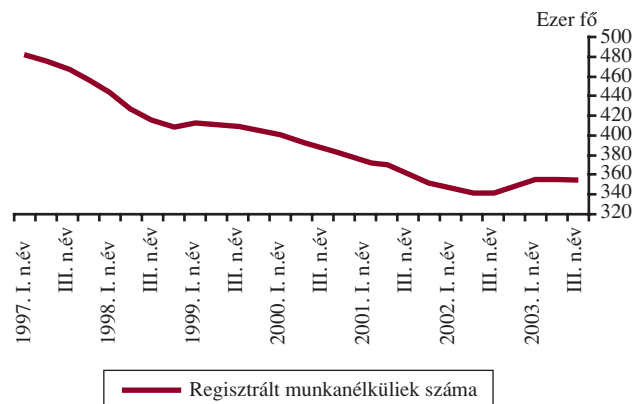
\* A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

A legfrissebb adatok alapján a munkanélküliségi ráta emelkedő trendje 2003 elején megtört, és a második és harmadik negyedévben a ráta már kismértékben csökkent. A korábbi folyamatok megfordulását a foglalkoztatás szintjének emelkedése okozta. Azonban annak megítélése, hogy a foglalkoztatás bővülése tartós marad-e, és így a munkanélküliség csökkenése az elkövetkező negyedévekben folytatódhat-e, több okból is bizonytalan.

Az egyik bizonytalansági tényezőt az jelenti, hogy a versenyszférában a munkaerő-keresletről rendelkezésre áll

III-5. ábra

**A regisztrált munkanélküliek számának alakulása\***



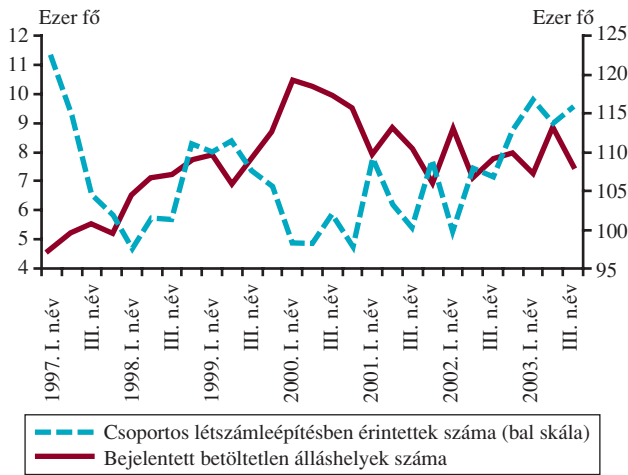
\* A Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján.

ló egyéb információink nem utalnak a stagnáló munkaerő-kereslet gyors élénkülésére. A bejelentett csoportos létszámleépítések száma 2002 eleje óta növekszik, és a legfrissebb adatok a harmadik negyedévben sem mutatják a korábbi trend megváltozását. Ugyanakkor a bejelentett üres álláshelyek száma a második negyedévi átmeneti emelkedés után a 2002. évi szintre esett vissza. Ezek a jelek tehát arra utalnak, hogy a versenyszférában a munkaerő-tartalékok az elmúlt időszakban növekedtek, és úgy véljük, hogy munkakereslet tartós élénkülése inkább csak hosszabb távon valószínűsíthető.

A másik tényező, amely a nemzetgazdasági foglalkoztatás jövőbeli emelkedése és így a munkanélküliség csökkenése ellen hat, az állami szektor munkakeresletének alakulása. Feltételezésünk szerint a költségvetési szférában előirányzott létszámleépítés 2004-ben erőteljesebben, 2005-ben pedig kisebb mértékben csökkenti az állami szektor munkakeresletét, ami a versenyszféra lassan élénkülő munkafelhasználását figyelembe véve a foglalkoztatás visszaeséséhez vezet. Annak megítéléséhez, hogy az állami szektorból elbocsátottak mekkora része válik inaktív, illetve mekkora részük marad a munkapiacra (foglalkoztatottként vagy munkanélküliként), jelen pillanatban nem áll rendelkezésünkre ele-

**III-6. ábra**

**Bejelentett csoportos létszámleépítések és az üres álláshelyek alakulása\***



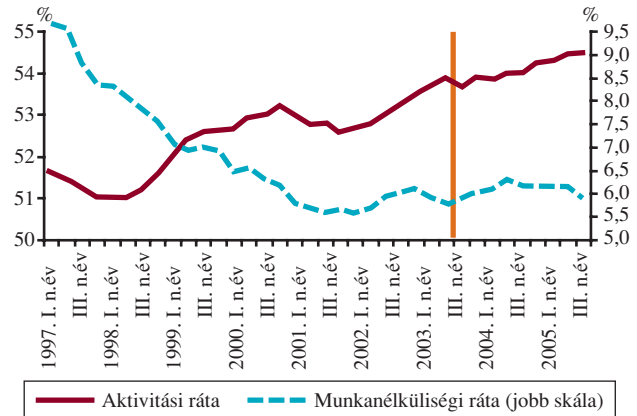
\* Az adott negyedévben beérkezett bejelentésben érintettek száma, ill. az adott negyedévben beérkezett bejelentések száma (Forrás: Foglalkoztatási Hivatal).

gendő információ. Így azzal a feltételezéssel élünk, hogy az állami szektorból elbocsátottak közel fele

arányban növelik az inaktívok számát, másik részük pedig továbbra is a munkapiacon marad. Ennek hatására előrejelzésünkben az aktivitási ráta korábban tapasztalt növekedése az idei év végén megtorpan, és csak 2005-ben indul ismét emelkedésnek. A munkanélküliségi ráta pedig kismértékben emelkedik, és az előrejelzési horizonton mindvégig 6 százalék körül marad.

**III-7. ábra**

**Az aktivitási és a munkanélküliségi ráta előrejelzése**



### III. 3. BÉRINFLÁCIÓ

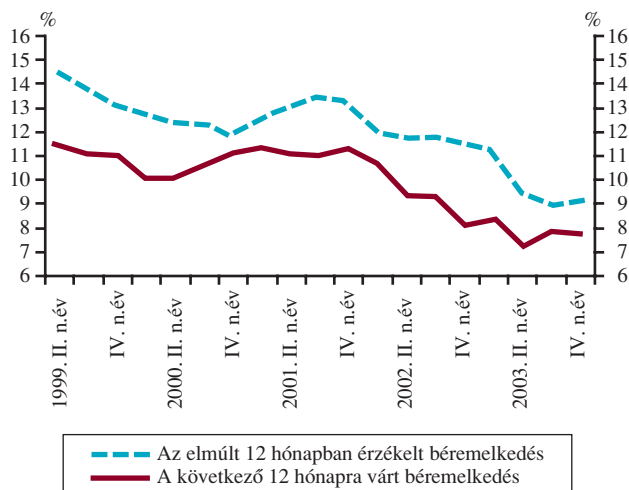
III.

Az augusztusi *Jelentésünk* óta eltelt időszakban a deflációhoz való vállalati nominális béralkalmazkodás tovább lassult. A havi adatok alapján a feldolgozóipari bérinfláció 2003 eleje óta stagnál, a piaci szolgáltatások nominális béreinek növekedési üteme pedig gyorsulni kezdett. A nominális béralkalmazkodás megtorpanását az augusztusi *Jelentéshez* hasonlóan most is két tényezővel, az élénk kereslettel és az inflációs várakozások emelkedésével magyarázzuk.

A TÁRKI rendelkezésre álló legfrissebb felmérése szerint a vállalkozások béremelkedésre vonatkozó várakozásai a júliusi adatfelvétel szintjén maradtak, ami azt mutatja, hogy az év második felében megtorpant a bérvárakozások mérséklődése. A béremelkedésre vonatkozó várakozások beragadásával párhuzamosan a vállalatok inflációs várakozásai jelentősen emelkedtek (lásd az I. 3. fejezetet).

#### III-8. ábra

#### Bérmegnövekedési várakozások a TÁRKI vállalati felmérése alapján



Az inflációs várakozások mellett feltételezéseink szerint az élénk keresleti hatások is szerepet játszhatnak a nominális béralkalmazkodás megtorpanásában. Ez elsősorban a piaci szolgáltatásokra igaz, a feldolgozóiparban a

korábbi véleményünkkel ellentétben jelenleg nem látszanak az erősödő munkakereslet jelei.

A piaci szolgáltatásoknál az elmúlt hónapok során a bérinfláció emelkedésnek indult, azonban a havi adatok zajossága miatt a bérek növekedési ütemének gyorsulását egyelőre még nem tekintjük hosszú távú trendnek. Úgy véljük, hogy a piaci szolgáltatások körében tevékenykedő vállalatok munkatényezőn elért profitja<sup>28</sup> az elmúlt időszakban igen mérsékelten növekedett, és ez az erős keresleti hatások mellett sem teszi lehetővé a bérezési magatartás rövid távú fellazítását. Ennek megfelelően úgy véljük, hogy a legutóbbi havi adatok, amelyek a bérinfláció gyorsulását mutatják, csak átmeneti hatásokat tükröznek.

Összességében mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltatások körében az év hátralevő részében a bérinfláció stagnálását várjuk, amit az inflációs várakozások emelkedése és az élénk kereslet fennmaradására vonatkozó feltételezésünk támaszt alá. A rövid távú előrejelzésünkben ugyanakkor erős felfelé irányuló kockázatot jelenthet a piaci szolgáltatások bérinflációjának emelkedése.

A versenyszféra béralakulására vonatkozó hosszú távú prognózisunk lényegében nem változott az augusztusi előrejelzésünkhöz képest. Ebben szerepet játszik, hogy a prognózis készítésekor fenntartottuk a vállalatok bérképzésére vonatkozó két korábbi feltételezésünket. Egyrészt úgy véljük, hogy a vállalatok felismerik, hogy 2004-ben az indirekt adókhöz köthető fogyasztóiár-emelkedés nem jelent számukra többletárbevételt, és mivel az ár-emelkedést nem keverik össze egy általános inflációs sokkal, így nem is lazítanak a bérpolitikájukon. Másrészt feltételezzük, hogy a béralkuban a vállalatok pozíciója erős, és így ellen tudnak állni a magasabb infláció miatt esetleg megemelkedő bérköveteléseknek, ezzel mintegy a fogyasztókra hárítva az indirekt adóemelések terheit.

Az elmúlt negyedévben az előrejelzés egyéb tényezőiben beállt változások alapvetően az egyes szektorok bérdinamikájára vonatkozó várakozásainkat módosították, így a közel azonos aggregált számok mögött a fel-

<sup>28</sup> A vállalat munkatényezőn elért profitját a reál-ÜLC inverzével közelítjük. Az egyszerűség kedvéért a szövegben ezentúl csak a profit kifejezést használjuk.



dolgozóipar és a piaci szolgáltatás szektorok lényegesen eltérő folyamatai húzódnak meg.

Az erősebb reálárfolyam, a kissé lányhább külső és az élénk belső kereslet, valamint a feldolgozóipar várhatóan mérsékelt munkaerő-kereslete mind olyan tényezők, amelyek a feldolgozóipar gyorsabb és a piaci szolgáltatások lassabb nominális bérinflációs alkalmazkodásának irányába hatnak. Az erősebb árfolyam által alacsonyan tartott feldolgozóipari értékesítési árak és a visszafogott külső kereslet miatt lassan növekvő termelékenység csak szűk teret hagy a nominális bérek emelésének a feldolgozóiparban. Ezzel szemben a piaci szolgáltatások körében a magasabb értékesítési árak és az élénk kereslet által biztosított termelékenységnövekedés a nominális bérek erőteljesebb emelkedéséhez vezethet.

Mindezen tényezőket figyelembe véve 2004-ben a feldolgozóiparban 7 százalékos, a piaci szolgáltatások körében 9,4 százalékos nominális bérnövekedést várunk, míg 2005-ben 5,9 illetve 7,1 százalékos bérinflációval számolunk.

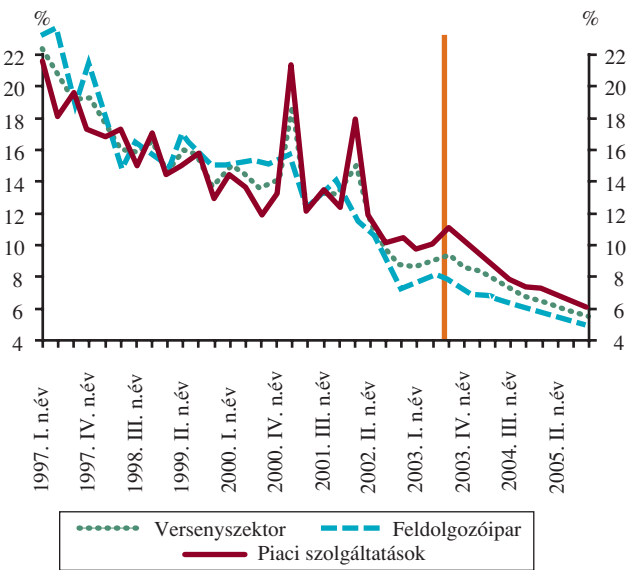
Bérinflációs előrejelzésünkben több tényező is felfelé irányuló kockázatot jelent. A piaci szolgáltatások rövid távú béralakulásában a harmadik negyedévben megfigyelt gyorsulás fennmaradása jelent kockázatot. A vállalatok inflációs várakozásaira vonatkozó feltételezésünk szintén felfelé irányuló kockázatot rejt magában.

Továbbá, az elmúlt évek tapasztalatai azt mutatják, hogy a versenyszféra bérinflációja 1-2 százalékponttal az Országos Érdekegyeztető Tanács (OÉT) által elfoga-

**III-9. ábra**

**A bérinflációs prognózis\***

(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



\* A 2003. augusztusi adatok alapján.

dott bérmegállapodás felső határa fölött alakult. Ha ezek a múltbeli tendenciák jövőre is változatlanul érvényesülnének, akkor az OÉT elfogadott 7-8 százalékos béremelési ajánlás mellett nagy a kockázata a jövő évre általunk prognosztizált 8,3%-os bérnövekedést meghaladó béremelkedésnek. Alacsonyabb bérinflációhoz vezethet azonban, ha a munkanélküliség az előrejelzésünknel magasabb szinten alakul.

### III. 4. FAJLAGOS MUNKAKÖLTSÉGEK ÉS VERSENYKÉPESSÉG

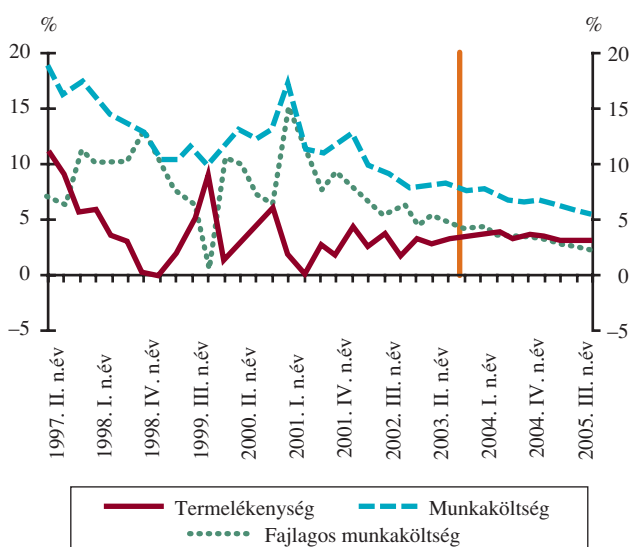
III.

2003 második negyedében a versenyszféra fajlagos munkaköltségeinek dinamikája a korábbi időszakhoz képest kismértékben emelkedett, és a munkaköltségek éves szinten 5 százalék körüli ütemben növekedtek. A pozitív dinamika azt jelenti, hogy a bérköltségek növekedése még mindig lényegesen meghaladja a termelékenység bővülését. Ráadásul az elmúlt negyedévben, úgy tűnik, megtört a fajlagos munkaköltség dinamikájának 2000 vége óta tartó folyamatos csökkenése, ami a nominális béralkalmazkodás lassulásának az eredménye.

#### III-10. ábra

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

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



Amint arról a korábbi Jelentéseinkben már részletesebben írtunk, 2001-ben és 2002-ben a hazai vállalatoknak külső és belföldi változásokhoz egyaránt alkalmazkodniuk kellett. A feldolgozóiparban a külső kereslet visszaesése a termelékenység stagnálásához vezetett, míg a csökkenő feldolgozóipari árak és a korábbi termelékenységi dinamika szintjén – az erős forintárfolyam ellenére – beragadó bérinfláció jelentős mértékben csökkentette a vállalatok jövedelmezőségét.

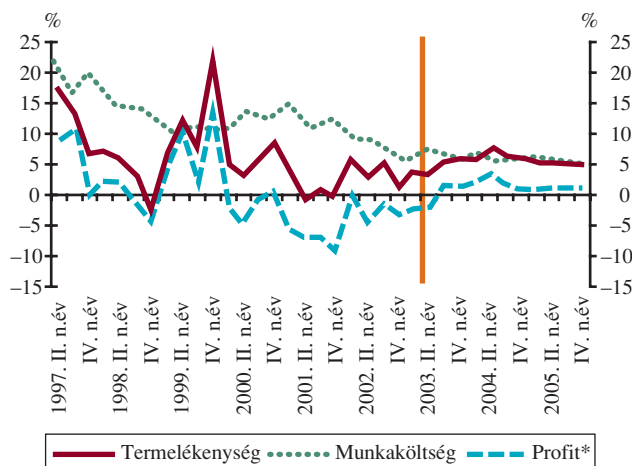
A nominális béralkalmazkodás 2001-es elmaradása azonban nem jelentette a vállalati alkalmazkodás teljes hiányát: a vállalatok a munkaerő-kihasználás visszafogásával – először a munkaórák csökkentésével, majd a létszám leépítésével – alkalmazkodtak. Ez lehetővé tette a termelékenységi szint stabilizálását, majd később emelését.

2002-ben ezután megkezdődött a nominális béremelkedési ütemek alkalmazkodása is; ennek és a növekvő termelékenységnek az eredményeként a feldolgozóipari vállalatok jövedelmezősége már nem romlott számottevően ebben az évben. 2003 elején ezzel szemben a nominális béralkalmazkodás ismét megtorpant, és ez a termelékenység gyorsuló növekedése mellett sem eredményezte a jövedelmezőségi pozíciók további javulását.

#### III-11. ábra

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

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



\* A profitok változását a reál-ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza. A 2003. III. negyedévi adathoz a szeptember hónapot statisztikai módszerrel becsültük.

A piaci szolgáltatások körében az elmúlt két év során a minimálbér-emelések hatásai jelentettek költségsokkot.<sup>29</sup>

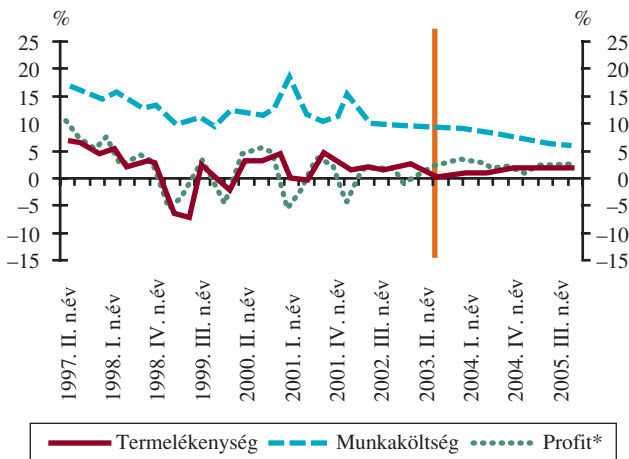
<sup>29</sup> A 2000–2001-es minimálbér-emelések csak részben jelentették a bérinfláció emelkedését, lásd [Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához](#) c. MNB-kiadványt.

Ebben a szektorban az elmúlt időszakot tartós konjunktúra jellemezte, azonban a létszám dinamikus bővítése miatt a termelékenység csak mérsékelt ütemben növekedett. A minimálbér-emelések hatására a piaci szolgáltatások körében a vállalati jövedelmezőség komponense mind 2001-ben, mind 2002-ben romlott. Ugyanakkor úgy gondoljuk, hogy 2003-ra a minimálbér-emelés bérinflációra gyakorolt hatása már nem jelentős. Ennek ellenére az év első felében a feldolgozóiparinál lassabb béralkalmazkodás megtorpant, sőt a nominális bérek növekedése gyorsulni kezdett. Feltételezésünk szerint a termelékenység visszafogott bővülése meggátolja majd a vállalatokat a bérpolitika fellazításában, ezért prognózisunkban a bérinfláció stagnálását, majd 2004-től lassú csökkenését jeleztük előre.

**III-12. ábra**

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

(évesített negyedév/negyedév növekedési ütemek)



\* A profitok változását a reál-ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza. A 2003. III. negyedévi adathoz a szeptember hónapot statisztikai módszerrel becsültük.

Az elkövetkező évekre a bér-, létszám- és kibocsátás-előrejelzésünkkel összhangban eltérő folyamatokat prognosztizálunk a két szektorban. A feldolgozóiparban a korábbi prognózisunknál erősebb árfolyam és a külső kereslet élénkülésének lassú üteme nagyobb alkalmazkodási kényszert jelent. Ennek megfelelően a létszám-alkalmazkodás mellett 2004-től a nominális béralkalmazkodás felgyorsulására is számíthatunk. A termelékenység erőteljes bővülése (6,1%, ill. 5,7%, 2004-ben és 2005-ben) közel stagnáló fajlagos bérköltség-dinamikát eredményezhet (0,3%, ill. 0,1%), ennek eredményeként pe-

dig a vállalati jövedelmezőség stagnáló feldolgozóipari árak mellett is javulhat.

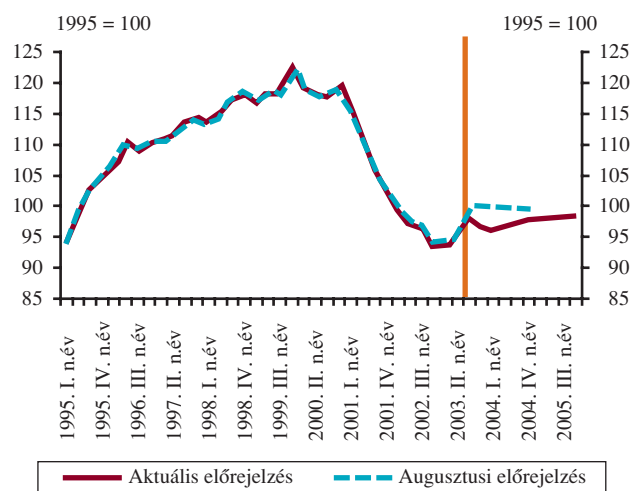
A piaci szolgáltatások körében a gyengülő belső, de élénkülő külső konjunktúra várhatóan tartós keresletet teremt. Emellett előrejelzésünk szerint magas marad a piaci szolgáltatások inflációja, ami enyhítheti a szektor vállalatainak alkalmazkodási kényszerét. Így ebben a szektorban a feldolgozóiparinál lényegesen lassabb nominális béralkalmazkodással, és az alacsonyabb termelékenység (1,0% ill. 1,4%) eredményeként magasabb fajlagos munkaköltség-dinamikával számolunk (7,5%, ill. 5,5%). Várakozásaink szerint a jövedelmezőség szintén csak kismértékben javul.

Összefoglalva, a költségoldali inflációs nyomás a versenyszférában az előző *Jelentésünkhöz* hasonlóan alakul, az egyes szektorok inflációs nyomáshoz való hozzájárulása ugyanakkor erősen differenciált. Várakozásaink szerint a feldolgozóiparban az inflációs nyomás elhanyagolható, míg a piaci szolgáltatások körében jelentős mértékű lesz.

A hazai vállalatok versenyképességét a feldolgozóipar fajlagos bérköltség alapú reálárfolyama alapján mérve megállapítható, hogy a versenyképesség idén javult. Ez azonban rövid távú hatásokat tükröz, mivel elsősorban a nominális árfolyam elmúlt időszakbeli leértékelődésének az eredménye; hosszú távon a vállalati bérek és a termelékenység alakulása határozza meg a reálárfolyam, így a versenyképesség szintjét.

**III-13. ábra**

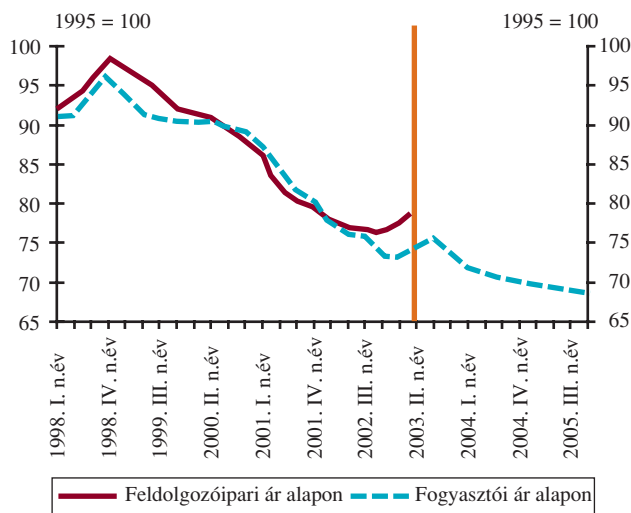
**Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam\***



\* A magasabb érték felértékelődést jelöl.

III-14. ábra

Áralapú reálieffektív árfolyammutatók\*



\* A magasabb érték felértékelődést jelöl.

Az októberi szinten feltételezett nominális árfolyam technikai feltevése mellett 2004-től már a fajlagos munkaköltségek határozzák meg a versenyképesség alakulását előrejelzésünkben is. Mivel előrejelzésünkben feltételezzük a bérinfláció további lassulását, ez a külföldtől kismértékben elmaradó hazai fajlagos munkaköltség-dinamikához vezet a feldolgozóiparban. Emiatt versenyképességünk jövőre kismértékben javulni kezd. Adott árfolyam és a 2005-re prognosztizált bérnövekedés mellett azonban később már stabil szinten marad a reálárfolyam. Előrejelzésünk szerint éves átlagban 2004-ben 1,3 százalékkal, 2005-ben pedig 0,2 százalékkal javul a hazai feldolgozóipar versenyképessége.

Az áralapú versenyképességünk az elmúlt időszakban átmenetileg szintén javult, elsősorban a nominális árfolyam elmúlt időszakbeli mozgásának eredményeként. A negyedik negyedévtől kezdve azonban a külföldinél magasabb hazai infláció miatt az áralapú versenyképességünk várhatóan fokozatosan romlik majd, 2004–2005-ben összesen mintegy 6 százalékkal.

## **IV. MONETÁRIS FOLYAMATOK**



## IV. 1. NEMZETKÖZI KÖRNYEZET, KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

Nyitott tőkepiaccal rendelkező, kis országként a nemzetközi gazdasági fejlemények nagy befolyással vannak a hazai gazdaság teljesítményére. A magyar gazdaság szorosan integrálódott az európai gazdaságba a külkereskedelem és egyéb reálgazdasági kooperációk révén. A szoros integráció következtében az euróövezet pénz- és tőkepiaci hozamainak alakulása jelentős befolyással van a hazai hozamokra és a forint árfolyamának alakulására. Az euróhozamok alakulását döntően az EKB várható kamatpolitikája határozza meg, amelyet jelenleg nagyban befolyásolnak az európai konjunktúrakilátások. Az európai gazdasági teljesítmény fellendülése 2003 második felében már megindulhat, összefüggésben az USA és más tengeren túli területek élénkülésével.

A növekedéssel kapcsolatos kilátások az USA-ban és Ázsiában jelentősen javultak az utóbbi hónapokban. Az USA-ban az optimistább várakozásokat a nyár óta főleg a vállalati szektor javuló jövedelmezőségi mutatói magyarázzák. Óvatos optimizmusra az ad okot, hogy a vállalati szektor eredményeket ért el a korábbi fellendülés idején felhalmozott adósságállomány és többletkapacitás leépítésében. A kilátásokat a nyáron beárnyékolta, hogy az átszervezések következtében a munkanélküliség inkább növekedett, és a beruházási tevékenység élénkülése is visszafogott volt. Ennek ellenére az üzleti bizalom összességében javult. Az október 30-án nyilvánosságra hozott, váratlanul kiugróan jó harmadik negyedéves USA GDP-adat (7,2%, előzetes) tovább erősítette a növekedéssel kapcsolatos pozitív kilátásokat. A kamatemelkedési várakozások és a hosszabb kamatok növekedtek, a tőzsdéi részvényárfolyamok – főleg Európában – erősödtek. A javuló kilátások azonban egyelőre nem készítették a Fedet arra, hogy változtasson a monetáris politikája irányultságán, így az irányadó kamatok változatlanok maradtak.

Az euróövezetben 2003 első felében alig fél százalékkal bővült a gazdasági tevékenység. A szerény növekedést főleg a költségvetési hiány növekedése és a készletfelhalmozás tartotta fenn, a magánfogyasztás, a beruházás és a nettó export csökkentőleg hatott rá. Az alacsony fogyasztói bizalom mellett a növekedés fő gátja az európai export iránti elégtelen kereslet volt a globális fellendülés késlekedése miatt. Az aggregált ke-

reslet hiánya mellett az erős euró is fékezte a gazdaság teljesítményét. Az év második felében azonban már lehet kismértékű fellendülésre számítani, amit az európai konjunktúra-indexek is megelőlegezni látszanak. A fellendülés mértéke ugyanakkor még rendkívül kiszámíthatatlan.

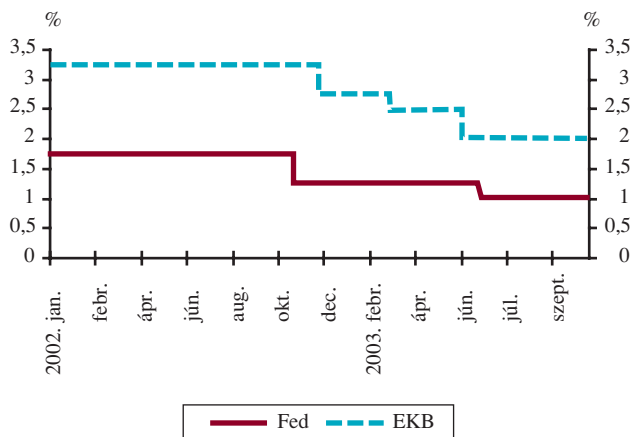
Ebben a bizonytalan konjunkturális helyzetben nem meglepő, hogy a piaci szereplők októberig még nem számítottak az EKB kamatainak néhány hónapon belüli emelésére. A hosszú lejáratú euróhozamok nyár közepén megfigyelt emelkedése viszont már arra utalt, hogy hosszabb távon – akár már a következő év második felében is – megfordulhat a kamatciklus. A meglepően jó USA GDP-adat hatására az európai kötvényhozamok emelkedtek, és október végétől a piacok már számítanak az EKB összesen mintegy félszázalékos emelésére a következő félév során. A javuló kilátásokra az európai tőzsdék hamarabb és nagyobb árfolyam-növekedéssel reagáltak, mint az USA-ban.

A hosszú lejáratú papírok hozamainak nyár eleji emelkedése nem korlátozódott az euróövezetre. A javuló globális konjunktúrakilátások a fejlett országok tőkepiacain június közepétől a hosszú lejáratú papírok hozamainak általános emelkedési hullámát indították el, először Japánban, majd az USA-ban és végül Európában is. A piacok meglehetősen aszimmetrikusan reagáltak a gazdasági hírekre: a növekedési kilátások javulását valószínűsítő hírek nyomban kamatemelési várakozásokat eredményeztek, míg a csaknem ugyanakkora súllyal jelentkező negatív hírek alig érintették a kamatvárakozásokat. Összességében a hozamok továbbra is történelmileg alacsony szinten állnak, de a piacokon a kamatemelési ciklus várható kezdete áll a figyelem középpontjában, és ennek megfelelően a várakozások volatilitása is megnövekedett.

A legutolsó Jelentésünk óta eltelt időszakban a globális „kockázati étvágy” növekedését, a kockázati mutatók mérséklődését tapasztalhattuk. Egyes feltörekvő országok (Brazília, Oroszország) hitelminősítése javult, és növelte a külföldi befektetők érdeklődését a fejlett országokban kialakult alacsony kamatszint is. Számos megfigyelő utal ugyanakkor arra, hogy a fejlett országokbeli kamatciklus jövő év második felére várt – de jelenleg

**IV-1. ábra**

**Fed és EKB irányadó kamatok**



még bizonytalan – fordulópontja megváltoztathatja a feltörekvő országok számára jelenleg kedvező befektési környezetet.

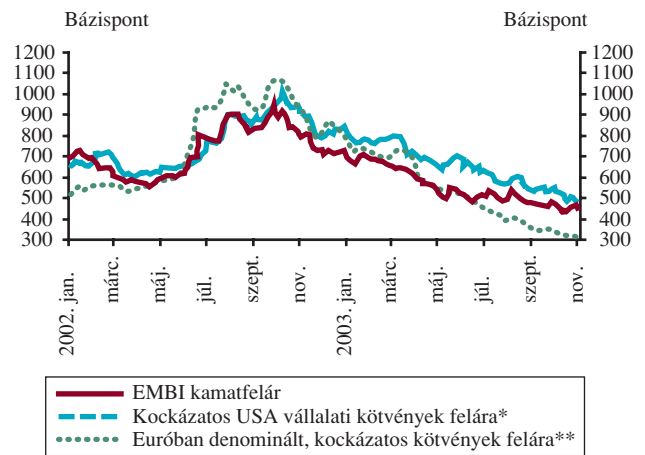
A feltörekvő piacok kockázati megítélésének globális javulása mellett azonban szűkebb régiókban romlás volt tapasztalható. Szeptemberben komoly kételyek merültek fel a jövő évi lengyel költségvetési terv megvalósíthatóságával kapcsolatban, és a hónap közepén a zloty jelentős mértékben leértékelődött. A régió más országai is fiskális nehézségekkel néznek szembe a közeli jövőben, ami a régió kockázatát, a valutaárfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanságokat növeli. A növekvő bizonytalanság hatására az egyik jelentős hitelminősítő (Fitch) július közepén a magyar (deviza- és forint-) államadósság hitelbesorolási kilátásait negatívra változtatta. November 4-én a magyar és a lengyel besorolás változatlanul hagyása mellett hét másik csatlakozó ország hosszú távú devizaadósságát a Fitch pozitív kilátásúra változtatta. A Standard & Poor's november 5-én a lengyel valutában kibocsátott adósságot „A mínusz”-ra minősítette le. Rontotta a régió megítélését a Jukosz-ügy október 25-i kirobbanása is.

A magyar gazdaság kockázati megítélését negatívan érintette az árfolyamsáv június eleji módosítása, majd a jövő évi költségvetési tervvel kapcsolatos júliusban nyilvánosságra hozott információk. A piaci szereplők körében némi csalódást okozott a kiadások csökkentése helyett elsősorban az adóbevételek növelésére koncentráló fiskális konszolidációs terv. Negatív üzenetük volt a folyó fizetési mérleg alakulásával kapcsolatos hí-

reknek is, különösen a vártnál jóval magasabb augusztusi hiány október közepén történt bejelentésének.

**IV-2. ábra**

**Globális kockázati mutatók**

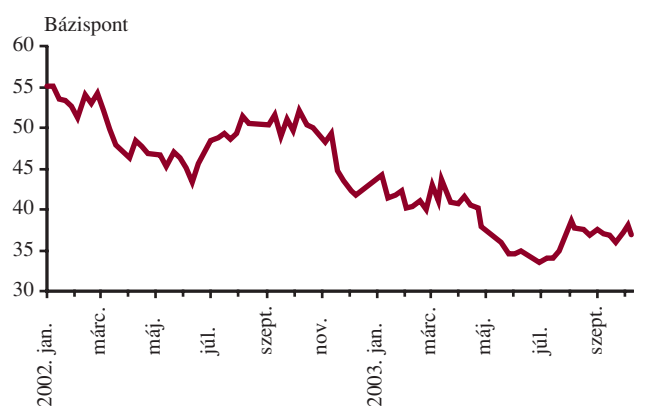


\* S&P Speculative Grade Credit Spread (bp).  
 \*\* MAGGIE – JP Morgan Euro Credit Index High Yield Spread (bp).

A külföldi devizában kibocsátott magyar államkötvények kamatfelára a legutolsó jelentésünk óta némileg növekedett. Ehhez hozzájárulhatott az euróhozamok növekedése is, de döntő részben feltehetően az ország gazdasági kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság növekedése okozta.

**IV-3. ábra**

**Az euróban kibocsátott magyar államkötvények felárának alakulása**



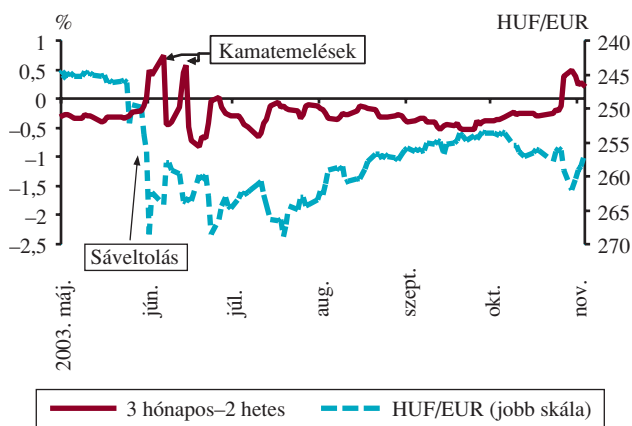


## IV. 2. RÖVID KAMATOK ÉS ÁRFOLYAM-ALKULÁS

Az augusztus elejétől október közepéig terjedő időszakban a forint árfolyamát a június–júliusi volatilis időszakhoz képest jóval stabilabb alakulás, lassú erősödés jellemezte. A folyamatok törekenységét jelzi azonban, hogy a piaci bizonytalanság mutatói szeptemberben újra emelkedésnek indultak, október közepén pedig az augusztustól megfigyelhető folyamatos árfolyam-felértékelődés is megtört. Az október végi kötvénypiaci zavarok az árfolyam-alakulásra további negatív hatással voltak. A rövid hozamokat döntően a jegybanki kamatlépésekre vonatkozó várakozások mozgatták, amelyekre a jegybanki kommunikációnak és az árfolyam alakulásának döntő hatása volt.

IV-4. ábra

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



Ahogy az előző inflációs jelentésben is bemutattuk, június és augusztus között az árfolyam a jegybank által kívánatosnak tekintett sávnál leértékelt szinten és nagyon változékonyan alakult. Ennek oka, hogy a 2003. júniusi sáveltolás megnövelte a bizonytalanságot azzal kapcsolatban, hogy a gazdaságpolitika milyen árfolyamot kíván fenntartani. Ezen túl hozzájárulhatott az árfolyam gyengüléséhez az is, hogy az államháztartás és a fizetési mérleg hiánya a befektetők szerint további aggodalomra adhatott okot.

Az augusztusi inflációs jelentéshez fűzött Közleményében a Monetáris Tanács kamatemelést helyezett kilátásba arra az esetre, ha az árfolyam tartósan a 260 Ft/eurónál gyengébb szinten alakulna. A *Jelentés* megjelenését követően az árfolyam a 261 Ft/eurós szinthez képest folyamatos erősödést mutatott. A folyamatot támogatta, hogy az MNB és a kormány több nyilatkozatban is megerősítette, hogy az általuk megfelelőnek tekintett árfolyamszint 250-260 Ft/euró közötti sávban található. A jegybank ezen túl többször is kifejezésre juttatta, hogy céljai eléréséhez a sáv 250-hez közeli, erősebb felében szeretné látni a forint árfolyamát.

Az árfolyam felértékelődéséhez hozzájárulhatott az is, hogy a piaci szereplők között erősödő konszenzus látszik kialakulni arról, hogy a bejelentett 250-260 Ft/euró közötti sávban található az az árfolyam is, amelyen a kormány az ERM II rendszer középárfolyamát kívánja meghatározni. A Reuters által végzett felmérések alapján az „átlagos válaszadó” augusztus óta a 250-260 Ft/euró közötti sávon belül várja az ERM II középárfolyamát.<sup>30</sup> A piaci szereplők bíznak abban is, hogy az ERM II-csatlakozás legkésőbb 2005 januárjáig bekövetkezik.

Akadnak azonban olyan belső és külső tényezők is, melyek az árfolyam felértékelődését korlátozták. A fizetési mérleg alakulására és a költségvetési hiány – fizetési mérleget is befolyásoló – idei és 2004-re várható szintjére a befektetők még mindig aggodalommal tekintenek. Az a tény, hogy a 2004-es költségvetési kiigazítás döntően a bevételek növelésével valósul meg némi kétséget ébreszthet a befektetőkben a konvergenciához szükséges további kiigazítások megvalósíthatóságát illetően. A forint felértékelődése ellen ható külső tényezőnek tekinthető a lengyel zloty 6 százalékos leértékelődése szeptemberben.

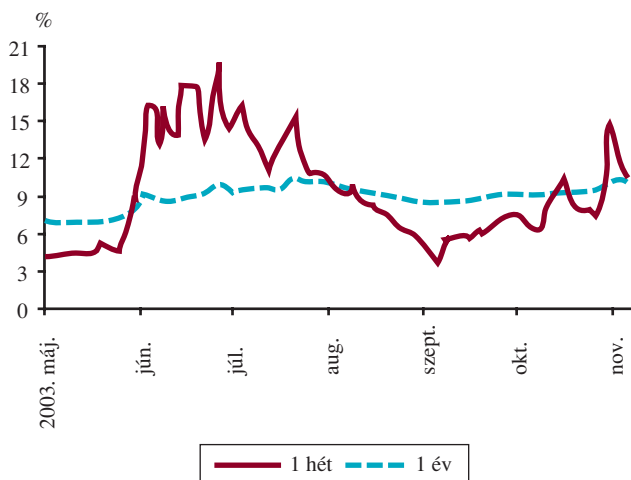
A felértékelődési folyamat törekenységét jelzi, hogy bár az árfolyam október közepéig 253 Ft/euróig erősödött, a forinttal kapcsolatos bizonytalanság már szeptembertől növekedést mutatott. Ezt támasztja alá a de-

<sup>30</sup> Augusztusban a Reuters 37 nemzetközi bankot és pénzügyi intézményt kérdezett meg a visegrádi országok várható konvergenciafolyamatáról. A felmérés alapján a várt ERM II-csatlakozási árfolyam átlaga 260 Ft/euró volt. A Reuters szokásos havi felmérése alapján a hazai és külföldi elemzők szeptemberben átlagosan 255-256 Ft/euró, októberben pedig 252 Ft/euró csatlakozási árfolyamot vártak.

vizapiaci opcióárakból számítható implikált volatilitás alakulása. Augusztus folyamán még minden horizon- ton csökkent az árfolyam-bizonytalanságot jelző impli- kált volatilitás. A bizonytalanság csökkenése azonban szeptemberben megtört, és mind az 1 hetes, mind az 1 éves horizon- ton emelkedést mutat. Október végén – a kötvénypiaci eseményeket követően – a rövid és hosszú távú implikált volatilitás egyaránt jelentősen megnövekedett.

IV-5. ábra

**A forint árfolyamára vonatkozó implikált volatilitások alakulása**



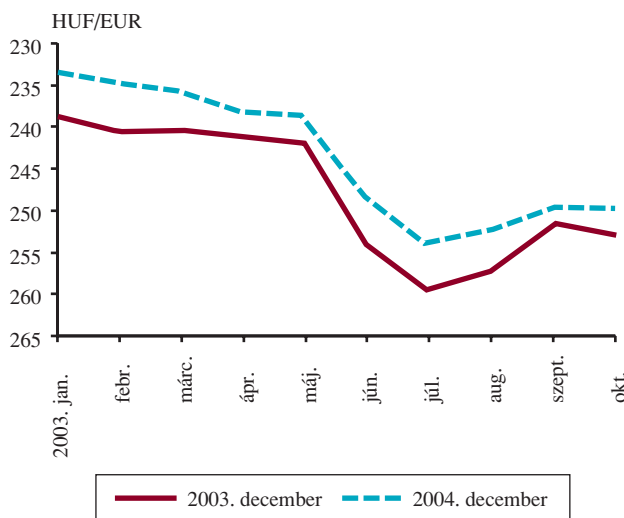
Október közepén aztán maga az árfolyam is gyengült, a forint kikerült a 250-260 Ft/eurós sáv erősebb feléből. A leértékelődéshez minden valószínűség szerint a piaci várakozásoknál nagyobb fizetésimérleg-hiány és a regi- onális bizonytalanság növekedése járult hozzá. A piaci elemzők azonban a Reuters októberi felméréseinek ta- núsága szerint átmenetinek tartották a gyengülést: a 2003 és 2004 végére várt árfolyam az előző hónapok felméréseihez képest csak kismértékben módosult.

A jegybank és a kormány október 20-án nyilvánosságra hozta a közösen kitűzött 2005-ös célt, amelynek értéke 4% ±1%-os toleranciasávval. A bejelentés némileg meg- lepte a piaci szereplőket, akik általában ennél alacsonyabb inflációs célra számítottak, azonban számottevő piaci ha- tások a bejelentést követően nem voltak tapasztalhatók.

Az október végi regionális elbizonytalanodás – október 24-i lengyel kötvényeladások, a Jukosz-ügy – hatására az október 30-i magyar államkötvény-aukciókon szá- mottevően kisebb volt a külföldi érdeklődés a korábban megszokottnál, és a hozamok is emelkedtek. Október 31-én a másodlagos piacokon eladási hullám és – véte- li oldal hiányában – drámai hozamemelkedés kezdő- dött, amit a jegybank fundamentálisan megalapozatlan- nak tartott. A piaci likviditási zavar gyors kezelése érde- kében az MNB megjelent a másodpiacon, és nyílt piaci intervenció keretében maga vásárolt hosszú lejáratú ál-

IV-6. ábra

**Reuters elemzői árfolyam-várakozások átlaga 2003-ban**



lampapírokat. A nem szokványos lépés okozta kezdeti meglepetés elmúltával a piacok megértették a jegybank szándékát és elfogadták annak indoklását. A likviditási zavar oldódásával a hozamok november 3-án már csök- kenni kezdtek.

Az október végi kötvénypiaci zavarok természetesen a forint árfolyamára is hatással voltak. Az árfolyam időle- gesen tovább gyengült, november 3-án 262 Ft/euróig értékelődött le. Ennek hatására a piaci szereplők – a ko- rábbi jegybanki bejelentésekkel összhangban – közeli jegybanki kamatemelést valószínűsítettek, ami a nyílt pi- aci műveletekkel és a kötvénypiaci helyzet normalizáló- dásával párhuzamosan az árfolyam felértékelődéséhez vezetett. November 7-re az árfolyam a 257 Ft/euró szin- tig erősödött.

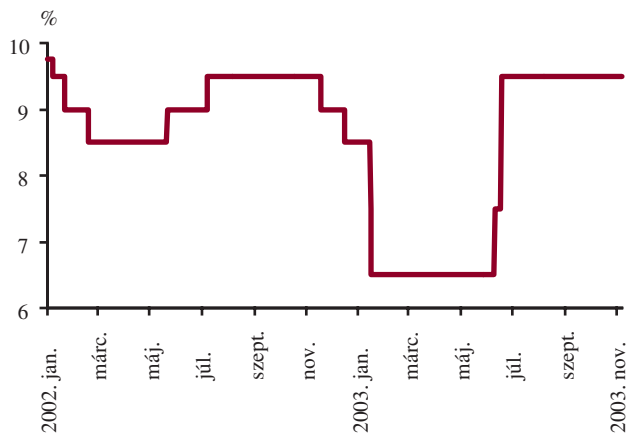
A vizsgált negyedévben a jegybank folyamatosan 9,5%- os kamatszintet tartott fenn a kívánt árfolyam elérése ér- dekében. Az MNB irányadó instrumentuma így jelen- tős, 7,5%-os hozamtöbbletet biztosít az EKB irányadó instrumentuma felett. A jegybank kommunikációjában többször megerősítette, hogy a kamatok csökkentésére nem lát módot addig, amíg az árfolyam nem stabilizáló- dik tartósan az általa kívánatosnak tartott szinten.

A kéthetes és a három hónapos hozamok különbsége jelzést ad arról, hogy a piaci szereplők várnak-e kamat- lépést az elkövetkező három hónapban. A piaci szerep- lők viselkedése arra utal, hogy hitelesnek tekintették a monetáris politika bejelentéseit, és nem számítottak ka- matcsökkentésre addig, amíg az árfolyam nem érte el a 250-255 Ft/eurós sávot. A kamatcsökkentési várakozá- sok akkor értek el számottevő mértéket, amikor az árfo- lyam szeptember közepén a 255 Ft/eurós szintnél is to- vább erősödött. A Monetáris Tanács szeptember 22-i

közleménye<sup>31</sup> azonban lehütötte a kamatsökkentési várakozásokat, amelyek az árfolyam október elején tapasztalt meggyengülésével tovább mérséklődtek. Az árfolyam október végi gyengülése – szintén a jegybank bejelentéseivel összhangban – a kamatemelési várakozások kialakulását hozták. A várakozás különösen akkor erősödött fel, amikor az árfolyam november 3-án a 260 Ft/eurós szintet is átlépte.

#### IV-7. ábra

##### Az irányadó kamat alakulása

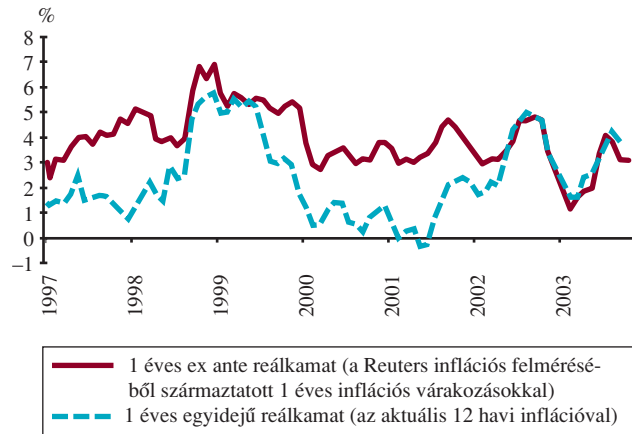


A Reuters felmérése a hozamgörbéből kinyerhető információkhoz képest némileg eltérő képet mutat a kamatsökkentési várakozások alakulásáról. A piaci elemzők

körében végzett felmérések szerint az elemzők már az augusztusi inflációs jelentést követően jelentősen kitolták a következő kamatsökkentés várható időpontját, a későbbi hónapokban pedig ez a várt időpont kismértékben még tovább tolódott.

#### IV-8. ábra

##### 1 éves reálkamatok



Az egyéves diszkontkincstárjegyeken elérhető reálhozam a júliusi 4,1%-ról októberre 3,1%-ra csökkent, amely érték alatta van a 2000–2002-es évek átlagának (3,6%). A csökkenést az okozta, hogy az inflációs várakozások az egyéves nominális kamatszintnél jobban emelkedtek.

<sup>31</sup> A közleményben úgy ítélte meg a Monetáris Tanács, hogy – dacára a piacok gyors kamatsökkentési várakozásainak – csak akkor lehet szó az irányadó kamat mérsékléséről, ha az árfolyam már tartósan megmarad a 250-260 Ft/eurós tartomány erősebb felében.

## IV. 3. TŐKEÁRAMLÁSOK

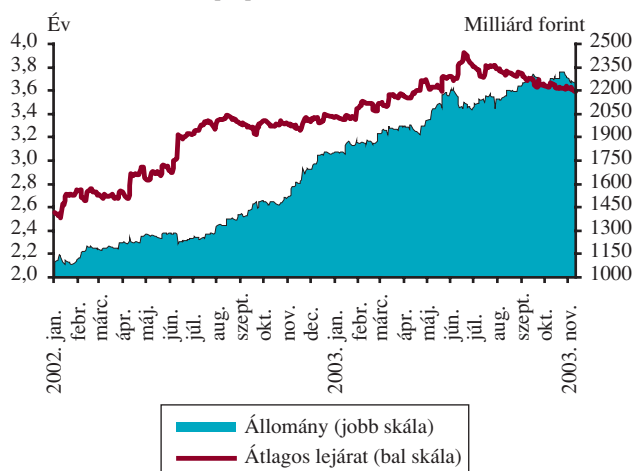
A harmadik negyedév első két hónapjában folytatódott a folyó fizetésimérleg-hiány növekedése, ami a két hónapban együtt több mint 200 milliárd forintot tett ki. A közvetlen tőkeáramlások továbbra is jelentős kiáramlást mutatnak, így ez a tétel nem járult hozzá a hiány finanszírozásához. A vállalatok belföldi és külföldi devizahitelük egy részét forintra váltották júliusban (140 milliárd Ft).

Miközben a részvények iránti kereslet szerény volt a vizsgált két hónapban (16 milliárd Ft), a külföldi kötvénybefektetők ismét jelentős vásárlásokkal jelentkeztek a hazai állampapírpiacra (211 milliárd Ft). Így a júniusi eladásokat követően a külföldiek kezében lévő teljes állomány ismét növekedett. A külföldi tulajdonban lévő állampapírok átlagos hátralévő lejáratára továbbra is hosszú, 3,5 év körüli. Június óta azonban jól láthatóan csökkent a hátralévő átlagos lejárat, ezért érdemes megvizsgálni az állomány változását lejárat szerinti összetétel szempontjából. Fontos ugyanis látni, hogy nem a rövid lejáratú papírokba történő erőteljes beáramlás okozza-e az

átlagos lejárat rövidülését, mivel ez azt jelentené, hogy a forintárfolyam tőkeáramlásoknak való kitettsége nő.

IV-9. ábra

## Külföldiek állampapír-állománya



## IV-1. táblázat

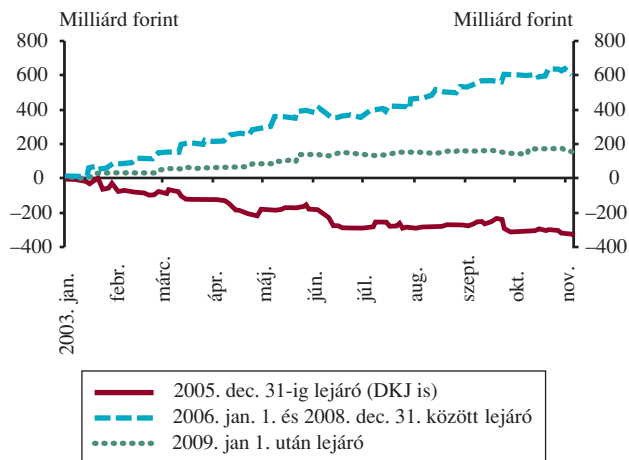
## A forintkereslet és -kínálat devizapiaci összetevői (milliárd forint)\*

	2002				2003			
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	Július	Aug.
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-117	-176	-70	-306	-207	-386	-108	-104
II. Tőkemérleg	13	15	6	13	-25	2	-1	2,6
III. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	27	80	19	28	-164	-53	-61	-75
IV. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet	60	-62	26	-40	87	2	-23	4
1. Vállalatok	25	-70	13	-41	62	-15	-30	5
2. Háztartások	35	8	13	0	24	17	8	-1
V. Nettó portfólióbefektetések (1.+2.+3.)	217	11	113	350	295	109	149	63
1. Állampapír	144	33	236	310	177	56	127	84
2. Részvény	14	-16	-25	-36	48	16	7	9
3. Forintbetét	59	-7	-98	76	70	37	15	-30
VI. Vállalati devizahitel (1.+2.)	-230	-182	-167	-79	19	139	140	3
1. Belföldi	45	55	70	-23	95	74	46	-14
2. Külföldi	-275	-237	-237	-56	-75	66	94	17
VII. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	26	119	114	138	45	87	33	22
VIII. Egyéb	11	125	28	152	92	114	14	40
<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>49</b>	<b>142</b>	<b>-46</b>
X. Bankok mérleg szerinti hosszú forintpozíciójának változása	-7	70	-68	-256	371	-288	-142	46
<b>XI. Nettó jegybanki intervenció (IX.+X.)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>513</b>	<b>-238</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

\* A pozitív érték forintkeresletet, a negatív forintkínálatot jelent. Ez alól kivétel a jegybanki intervenció (XI. tétel), ahol fordított a helyzet: a pozitív érték forinteladást jelent.

## IV-10. ábra

## Az állampapír-állomány változása lejárat szerint január és november között



A január elején fennálló állományhoz viszonyított kumulatív külföldi állományváltozást hátralévő lejáratú csoportokra megbontva látható, hogy a dinamikus állománynövekedés júniusig elsősorban a közepes és a hosszabb lejáratú papírok keresletének köszönhető. A rövidebb le-

járátú papírokból a külföldiek állománya jelentősen csökkent. Ennek köszönhetően az átlagos lejáratú idő folyamatosan növekedett.

Ezt követően az állampapír-állomány átlagos lejáratú idejének növekedése megállt, és csökkenésnek indult. Az átlagos lejárat csökkenése annak tudható be, hogy augusztus óta a 2–4 év közötti hátralévő lejáratú papírok iránt nőtt a kereslet a külföldi befektetők körében, a hosszabb lejáratú papírokba viszont nem történt nettó beáramlás. A rövid lejáratú sávban ugyanakkor úgyszintén nem volt látható trendje a külföldi állampapír-keresletnek. Az állampapírpiacra október utolsó napján kialakult piaci zavarok miatt a külföldiek eladásai és a megszokottnál gyengébb aukciós kereslet miatt a külföldiek kezében lévő – főleg közepes hátralévő lejáratú – állampapír-állomány kb. 30 milliárd Ft-tal csökkent.

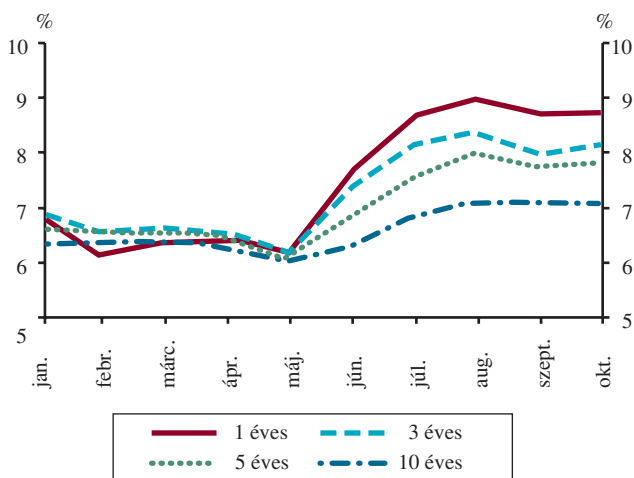
Összességében azt mondhatjuk, hogy az állomány átlagos lejáratának rövidülése nem jelenti a rövid távú befektetők dominanciáját és a hosszú távú befektetők kivárását, hanem csak azt, hogy az állománynövekedés az olyan középlejáratú kötvények iránti kereslet jelentős növekedésének következménye, amelynek az átlagos lejáratú némileg kisebb a piacon kint lévő állományénál.

## IV. 4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ÉS HOSSZÚ HOZAMOK

A hosszú lejáratú hozamok alakulását a hazai szereplők részéről elsősorban az inflációs kilátások határozzák meg. A forint kötvénypiacon aktívan jelen lévő külföldi befektetők ugyanakkor a hosszú hozamokat az euróhozamokhoz, a forint árfolyamának várt változásához, valamint az általuk elvárt kockázati prémiumhoz viszonyítják. A következőkben megpróbáljuk a forint hozamgörbe 1 éven túli szakaszának elmozdulásait visszavezetni az említett tényezőkben kimutatható változásokra.

IV-11. ábra

**Állampapír-piaci referencia forinthozamok**  
(havi átlag)



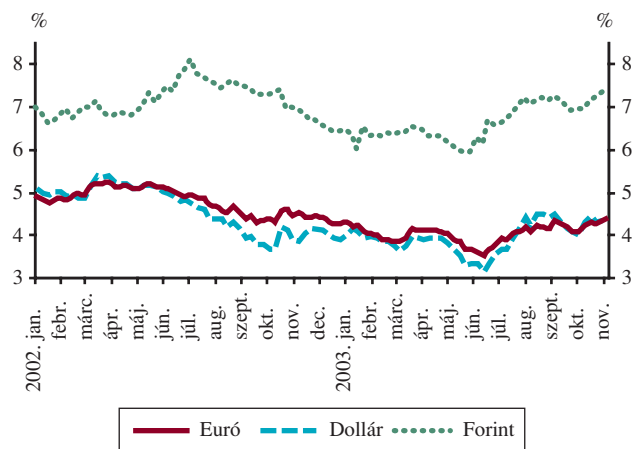
A hosszabb lejáratú (legalább egyéves) forint állampapír-piaci hozamok augusztus eleje és október vége között nem változtak jelentősen. Ezen belül a tízéves referenciahozam szeptember második felében 30 bázisponttal csökkent, október második felére viszont újra 7% fölé került. Ebben az időszakban a hosszú forintkötvények hozamai gyakorlatilag a hosszú euró- és dollárhozamok mozgását követték. Az említett három hónapban tapasztalt elmozdulások azonban a korábbi időszakokhoz viszonyítva nem tekinthetők jelentős mértékűnek, vagyis nem utaltak a hosszú távú inflációs várakozások vagy az elvárt kockázati prémium számottevő változására.

Az október végén bekövetkezett kötvényeladási hullám a piac nem megfelelő likviditása miatt a hosszú hozamok jelentős emelkedését okozta, amit az automatikus eladási (stop-loss) megbízások felerősítettek. Október 29. és 31. között a 3 és 5 éves állampapírok hozama 120-130 bázisponttal nőtt. Hasonló mértékű hozammozgásra már évek óta nem volt példa a hazai kötvénypiacon.

A Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy alapvetően technikai okoknak tulajdonítható a hozamemelkedés, és nem a várakozások jelentős megváltozásának. Ennek megfelelően nem kamatemeléssel, hanem nyílt piaci művelettel, 5- és 10-éves kötvény vásárlásával igyekezett a piaci folyamatokat az egyensúly irányába terelni. Az intervenció eredményeképpen a hosszú hozamok lejáratától függően 50-80 bázisponttal mérséklődtek. November 6-ra stabilizálódni látszott a piac, azonban a hosszú lejáratú hozamok magasabb szintjén, mint ami az eladási hullám előtt volt jellemző: az 5-, 10- és 15-éves referenciahozamok 30-40, a 3-éves közel 90 bázisponttal haladta meg még mindig az október 29-i értéket.

IV-12. ábra

**Tízéves államkötvényhozamok**

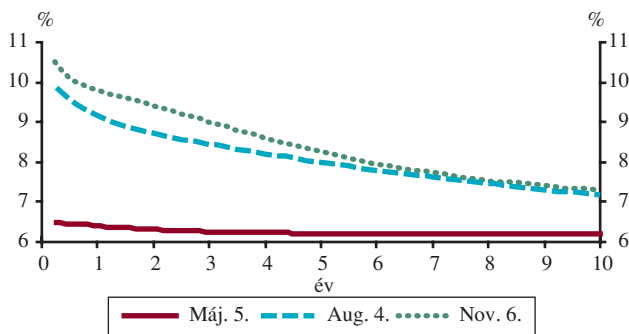


A zéró-kupon hozamgörbe elmozdulása azt mutatja, hogy augusztus eleje és október vége között az elvárt hozamok még minden horizonton csökkentek. A csökkenés a 4-5 éves lejáratokon volt a legnagyobb (közel 40 bázis-

pont). A tízéves zéró-kupon hozam 20 bázisponttal csökkent. Az október végi események azonban ismét felfelé tolták el a hozamgörbét, amely a jegybanki intervenció és a piac konszolidációja után is magasabban állt augusztus elejéhez képest. A különbség az 1–3 éves szegmensben volt a legnagyobb, helyenként 60-70 bázispont.

#### IV-13. ábra

##### Forint zéró-kupon hozamgörbe\*



\* Svensson-féle zéró-kupon becslés.

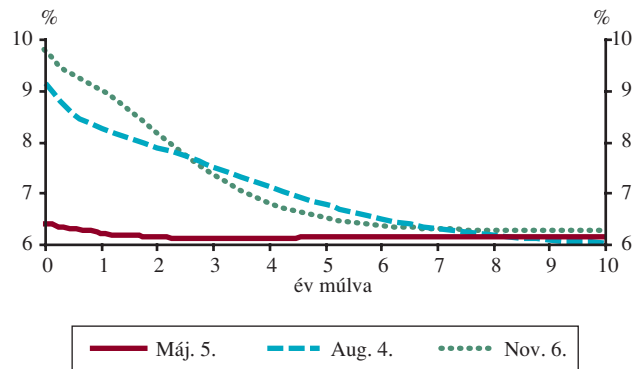
A származtatott forward-hozamgörbe elmozdulásából arra következtethetünk, hogy az október végéig végbement kismértékű csökkenésért a kamatvárákozásoknak elsősorban az 1–4 éves horizonton bekövetkezett, helyenként 30-40 bázispontos csökkenése, míg az október végi, november eleji hozamemelkedés tartósan megmaradó részéért a rövid szegmens, vagyis a következő 2 évre vonatkozó várákozások romlása tehető felelőssé. Utóbbi elmozdulás az 1 éves forwardokban maximálisan 70-80 bázispontot jelentett.

Mindeközben az euró hozamgörbe is emelkedett, így a forint és euró közti forward-különbség 1-2 éven belül csak 40-60 bázisponttal nőtt, a 3–6 év közötti csökkenés azonban 40-50 bázispont volt. Ha a származtatott forward-hozamokat úgy értelmezzük, hogy azok az egyes jövőbeli időpontokra vonatkozó kamatvárákozásokat tükrözik, figyelembe kell venni, hogy az ugyanarra az időpontra várt kamat a forward-görbe más pontjának felelt meg augusztusban, mint novemberben. A görbék 3 hónapos eltolódását is számításba véve a rövid szegmens emelkedése még kifejezettebb (1-2 évnél, vagyis 2005-re 80-100 bázispont), ugyanakkor a 3–6 évnél tapasztalható csökkenés csak 25–35 bázispont. A forint-euró kamatkülönbségre vonatkozó várákozások tehát rövidebb horizonton számottevően romlottak, a GMU-csatlakozás körüli (2006–2009) időszakra eközben némileg javultak, de úgy, hogy az MNB 5- és 10-éves kötvényvásárlásai a hozamgörbe ezen szakaszát befolyásolhatták, vagyis nem biztos, hogy az megbízhatóan tükrözi az adott napra jellemző piaci várákozásokat.

A hosszabb hozamokat befolyásoló, az inflációra, árfolyamra és ezekkel összefüggésben a GMU-csatlakozási

#### IV-14. ábra

##### Származtatott forint forward-hozamgörbe\*



\* Svensson-féle zéró-kupon becslés.

menetrendre vonatkozó várákozásokról képet nyerhetünk a Reuters által készített elemzői felmérésből. A szakértői inflációs várákozásokról csak két évre előre, 2003 és 2004 végére nyújt hónapról hónapra információt. 2003 decemberére júliusban 4,9%, októberben 5,1%-os inflációt vártak átlagosan, ami csak hibahatáron belüli eltérés. 2004 végére sokkal jelentősebb mértékben, 4,3%-ról 5,5%-ra emelkedett a piaci konszenzus. Ez nagyjából megfelel annak az inflációs hatásnak, ami az indirekt adók módosítása miatt már most előre látható.

Amennyiben a 2004-es inflációs várázások emelkedése okozta volna a forward-hozamgörbe 1-2 éves szakaszának emelkedését, az azt jelentené, hogy a piac szerint az indirekt adók által okozott többletinflációt a monetáris politika ellensúlyozni kívánja. A Monetáris Tanács ugyanakkor jelezte, hogy már 5,5% alatti inflációt célzó, vagyis ezt az ő hatókörén kívül eső tényezőnek tekinti, melyet nem próbál meg a monetáris kondíciók szigorításával semlegesíteni. Feltéve, hogy a piac szemében hiteles volt a bejelentés (piaci reakciók erre utalnak), ez a hatás nem jelenhetett meg magasabb nominális kamatokban vagy kamatvárázásokban.

A novemberi felmérésben már 2005 végére is adtak be előrejelzéseket, melyek átlaga 3,6% volt. Nem tudjuk azonban, hogy a nyár végén mennyit vártak az elemzők, így a várázások erre a horizontra vonatkozó tendenciájáról sem tudunk semmit. A Reuters felmérése alapján tehát nem mutatható ki, hogy az inflációs várázások változása okozott volna hozamemelkedést.

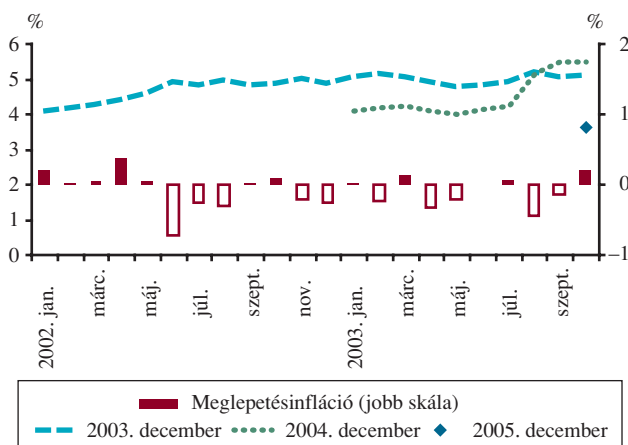
Az árfolyam-várázásokban a júliusi és az októberi felmérés között az erősödés irányában némi elmozdulás volt tapasztalható: a 2004 végére átlagosan várt árfolyam 254-ről 250-re változott. Ugyanezen időpontok között azonban az azonnali árfolyam nagyobb mértékben erősödött, így a várt felértékelődés inkább csökkent, és ezért nem magyarázza az október közepéig végbement kismértékű hozamcsökkenést.

Hosszabb távú árfolyam-várakozásokra az ERM II centális paritására irányuló előrejelzésekből következtethetünk, ugyanis az a GMU-csatlakozáskor meghatározandó végső rögzítési árfolyam egy lehetséges és gyors csatlakozás esetén legvalószínűbbnek tekinthető értéke. Míg egy augusztusi, nagy nemzetközi mintán végzett Reuters-felmérésben átlagosan 260 Ft/eurós közép-paritást vártak az elemzők, addig az októberi hazai felmérésben<sup>32</sup> már mindenki a 250-260 tartományba várta az ERM II sáv közepét, és az átlag 252,4 volt. Amennyiben ez a hosszabb távra vonatkozó várakozások szempontjából informatív mutatónak tekinthető, ismét csak nem beszélhetünk a felértékelődési várakozások számottevő változásáról, ugyanis a spot árfolyam hasonló mértékben erősödött.

**IV-15. ábra**

**Elemzői inflációs várakozások**

(Reuters-felmérés, számtani átlag)



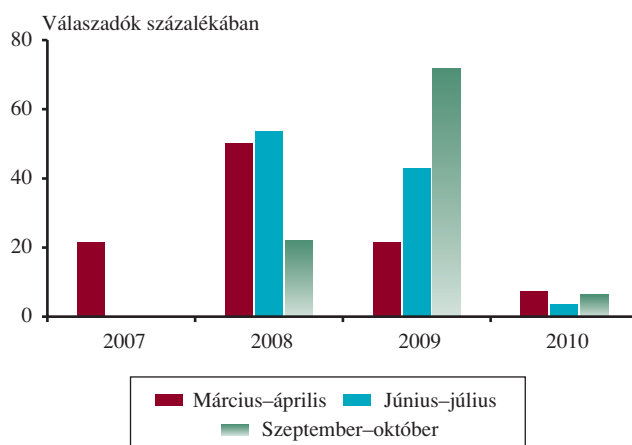
A hozamemelkedést a befektetők által elvárt magasabb kockázati prémium is magyarázhatja. A globális befektetői légkör a vizsgált időszakban javult<sup>33</sup>, ami ellentétes irányú hozammozgást tett volna indokolttá. A regionális kockázati megítélés ezzel egy időben inkább romlott (lengyel költségvetési problémák, Jukosz-ügy). Nagyobb nemzetközi hitelminősítők (korábban ismertetett) lépései is arra utalnak, hogy Lengyelország és Magyarország vonatkozásában a befektetők nagyobb bizonytalanságot érzékelnek. Amennyiben a hozamemelkedést a kockázati prémium növekedése okozta, érdemes megfigyelni, hogy – legalábbis Magyarország esetében – ez nem érintette lényegesen a GMU-csatlakozásra vonatkozó várakozásokat, ugyanis a származtatott forward-hozamoknak a megfelelő euró forward feletti prémiuma csak

2005–2006-ig terjedő időszakra emelkedett. A csatlakozás szempontjából technikailag szóba jöhető időszakokra (2008-tól kezdve) inkább csökkenés ment végbe.

A Reuters az elemzők által legvalószínűbbnek tartott GMU-csatlakozási időpontról is készít felmérést, amely a hozamgörbéből kinyerhető információkhoz képest némileg pesszimistább képet nyújt. A január óta rendszeresen feltett kérdésre 2010-nél későbbi dátumot még egy elemző sem jelölt meg. Az év során a legvalószínűbbnek tartott időpontok átlaga fokozatosan kitolódott az év elején jellemző 2008-ról 2009 felé. Ez a tendencia – bár hónapról hónapra statisztikailag nem kimutatható módon – mérsékelten jellemezte az elmúlt három hónapot is: míg a június–júliusi felmérésben közel egyenlő esélyt gondoltak a 2008-as és 2009-es csatlakozási dátumnak, addig szeptember–októberben az utóbbi évet jelölték meg többen.

**IV-16. ábra**

**A GMU-csatlakozás legvalószínűbbnek tartott időpontja** (Reuters-felmérés, 2-havi összevont minták)



A fentebb bemutatott információk alapján tehát a hosszú hozamok augusztus és október között tapasztalt kismértékű csökkenését nehéz magyarázni, ugyanakkor az október végi, november eleji hozamemelkedés tartósnak tűnő hányada nagy valószínűséggel a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésére vezethető vissza. A nagyobb érzékelt kockázat elsősorban régió- és országspecifikus forrásokból ered, horizontja 2-3 évre terjed ki, és vélhetően nincs szoros összefüggésben a GMU-csatlakozási várakozások kismértékű kitolódásával. Az inflációs és árfolyam-várakozások nem befolyásolták számottevően a hozammozgásokat a vizsgált időszakban.

<sup>32</sup> Tehát egy határozottan más mintán.

<sup>33</sup> Lásd a nemzetközi környezetről szóló részt.



## **V. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK**



## V. 1. ÚJ ADATKÖZLÉS A 2002-ES GDP-RE

A KSH előrejelzésünk első változatának lezárása után, 2003. október 21-én tette közzé a 2002. évre vonatkozó éves adatok második (továbbra is előzetes) adatközlését. Az új adatok szerint tavaly a korábban mértnél gyorsabb volt a gazdasági növekedés: erősebben bővült a kibocsátás, és magasabb volt a belföldi felhasználás üteme is. Az alábbiakban bemutatjuk, miben térnek el konkrétan az új adatok a korábban ismertektől.

### V-1. táblázat

#### A korábbi és az új KSH-adatok 2002-re\*

	Korábbi adatok	Revideált adatok	Eltérés (új-régi adatközlés, százalékpont)
<i>Felhasználási oldal**</i>			
Lakossági fogyasztás	8,8	9,4	0,6
Háztartások fogyasztási kiadásai	10,2	10,5	0,3
Természetbeni társ. juttatások	3,0	4,9	1,9
Közösségi fogyasztás	1,5	5,0	3,5
Állóeszköz-felhalmozás	5,8	7,2	1,4
Export	3,8	3,8	0,0
Import	6,1	6,1	0,0
<i>Termelési oldal (hozzáadott érték)**</i>			
Ipar	0,4	1,0	0,6
Feldolgozóipar	1,1	2,8	1,7
Piaci szolgáltatások	4,1	5,1	1,0
<b>Bruttó hazai termék összesen</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,2</b>
<i>Nominális GDP</i>			
GDP milliárd forintban	16 981	16 744	-1,4%

\* Forrás: KSH

\*\* Éves átlagos volumen növekedési ütemek.

Előzetesen jelezzük, hogy az adatrevíziót csak az éves adatokra publikálták, részletes termelési és felhasználási oldali negyedéves megbontást csak december 19-én közölnek. A negyedéves adatok hiányában előrejelzésünket nem tudjuk aktualizálni, ezt csak a következő 2004. februári *Jelentésben* tudjuk figyelembe venni.

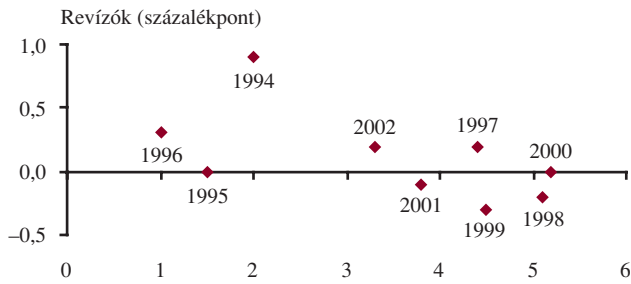
Korábban nehéz volt a tavalyi makrogazdasági folyamatokról konzisztens képet alkotni, és az új adatok több ponton is az általunk sejtett irányban térnek el a korábbi adatközléstől. A most közölt éves adat már a részletes költségvetési és vállalati információkon alapul. Termelési és felhasználási oldalon is lényeges volt az adatrevízió. A feldolgozóipari hozzáadott érték a vállalati adóbevallások feldolgozása után lényegesen magasabb lett, mint az előző közlés.

A felhasználási oldalon az exportra és importra vonatkozó adatok nem változtak. A részletes költségvetési információk alapján a természetbeni társadalmi juttatások és a közösségi fogyasztás indexe jelentősen megemelkedett az előzetes becsléshez viszonyítva. Az állóeszköz-felhalmozás adata is felfelé korrigálódott. A beruházások szektorális megoszlására vonatkozó becslésünk alapján arra következtethetünk, hogy a felfelé történő korrekciót elsősorban a vállalati beruházások kisebb mértékű visszaesése okozhatta.

A nominális GDP-adat is változott, lefelé módosult az első adatközléshez viszonyítva a deflátorok változása miatt. A nominális GDP változása a fizetési mérleg tavalyi GDP-arányos hiányát számszerűleg csak kismértékben érintette, és az új adattal számítva is mintegy 4 százalékot tesz ki. Az államháztartás hiánya a GDP arányában azonban az új GDP-adatokkal némileg (0,1-0,2 százalékponttal) magasabbra emelkedik.

A 2002. novemberi *Jelentésben* az aktuális kérdések fejezetben foglalkoztunk a GDP-adatok felülvizsgálati politikájával annak kapcsán, hogy 2002 első félévében felhasználási oldalról magasabb GDP-re következtettünk, mint termelési oldalról. A 2002-es éves adat mostani utólagos revíziója alátámasztja ezt a korábbi felfelé irányuló adatrevízióra vonatkozó feltételezésünket.

A KSH a nemzetközi gyakorlattal összhangban az első előzetes közlésben közölt bruttó hazai termelésre vonatkozó adatokat több alkalommal felülvizsgálja. A jelenlegi hazai gyakorlat szerint az évközi adatok közlésekor a tárgyidőszakban általában nem vizsgálják felül a korábban közölt adatokat. Az éves adatok alapján viszont az évközi negyedéves közléseket felülvizsgálják. Az éves GDP-adatra vonatkozó első előzetes közlés a

**V-1. ábra****Előzetes GDP-növekedési ütemek és revíziók\***

\* Forrás: KSH.

tárgyév lezárása után 3-4 hónappal jelenik meg, majd ezt követően kétszer közölnek felülvizsgált adatokat. A

második előzetes közlést 10 hónappal a tárgyévét követően, az adóbevallások feldolgozása után hozzák nyilvánosságra. A harmadik közlést, amely már az összefüggés-vizsgálatok alapján számított végleges adatokat tartalmazza, a tárgyévét követő 16. hónap után hozzák nyilvánosságra.

Az említett korábbi elemzésünkben megvizsgáltuk a KSH revíziós gyakorlatát is, hogy az előzetes adatok mennyiben térnek el a végleges adatoktól. Vizsgálatunkban arra a következtetésre jutottunk, hogy az éves adatok esetében az utólagos adatrevízió kisebb mértékű, mint a negyedéves adatoknál. Az éves adatokra vonatkozó ábrát most kiegészítettük a 2002-es első revízióval. Látható, hogy a 2002-es 0,2 százalékpontos felfelé irányuló adatrevízió nem kiugró mértékű az elmúlt évekhez viszonyítva.

## V. 2. KÉRDÉSEK ÉS VÁLASZOK AZ ÚJRABEFEKTETETT JÖVEDELMEK ELSZÁMOLÁSA TÉMÁBAN

Az alábbiakban „gyakran ismételt kérdések és válaszok” formában összefoglaljuk az elemzők, szakemberek által gyakran feltett kérdéseket, amelyek az újrabefektetett jövedelmek pénzügyi számlákban való elszámolására vonatkoznak. Kérdéseink arra is választ adnak, hogy a 2004. március 31-én publikálandó új fizetési mérlegben hogyan történik az újrabefektetett jövedelmek elszámolása.

### – A fizetési mérlegben 2004-től publikálandó újrabefektetett jövedelmek adata hogyan származtatható a pénzügyi számlákból?

A pénzügyi számlákban két instrumentumot érint az újrabefektetett jövedelmek elszámolása: „Részvények és részesedések” és „Egyéb követelés/tartozások” teteleket.

Az előbbi instrumentum külföldre vonatkozó adatai a fizetési mérleg portfólió befektetések „Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok” és a közvetlen tőkebefektetések „Részvény és egyéb tulajdonosi részesedés” sorok (benne az elért nyereség osztalékként fel nem osztott része, azaz az újrabefektetett jövedelem) összegeként állnak elő.

A pénzügyi számlákban az Egyéb követeléseken/tartozásokon belül számoljuk el a megszavazott, de ki nem

fizetett osztalékot (azaz a felosztott nyereséget), a fizetési mérlegben pedig a Közvetlen tőkebefektetések „Egyéb tőkemozgások” soron.

A pénzügyi számlák a külföld, a fizetési mérleg Magyarország szempontjából tartalmazza az adatokat, ami tehát a pénzügyi számlákban, a külföld oszlopban követelés, az a magyar rezidensek külfölddel szembeni tartozása.

Az alábbi táblázat egy instrumentum (Részvények és részesedések) egy oldalára (magyarok külfölddel szembeni tartozása) mutatja be a két statisztika összevetését, azt, hogy a két statisztikában bemutatott érték csak az újrabefektetett jövedelmek elszámolása miatt tér el egymástól. Az összevetés ennek megfelelően elvégezhető a másik oldalra (magyarok külfölddel szembeni követeleése) és a másik instrumentumra (egyéb követelések/tartozások) is. (A fizetési mérlegtől eltérően a pénzügyi számlákban a befektetői részesedés aránya [10%] alapján nem különül el a közvetlen tőkebefektetés és a portfólió befektetés.)

### – Az újrabefektetett jövedelmek elszámolása érinti a működőtőke-állományi adatokat is. Előállítható-e a pénzügyi számlák állományi adataiból az újrabefektetett jövedelmeket is tartalmazó működőtőke-állomány?

#### V-2. táblázat

### A tulajdonosi részesedést érintő tranzakciók a fizetési mérleg és a pénzügyi számlák alapján

(2003. II. negyedév, milliárd forint)

Pénzügyi számlák/Pénzügyi eszközök/Külföld újrabefektetett jövedelmekkel		Fizetési mérleg/Pénzügyi mérleg/Tartozás újrabefektetett jövedelmek nélkül	
<b>Részvények és részesedések</b>			<b>Portfólióbefektetések</b>
Tőzsdei részvények	14,7	10,7	Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír
Nem tőzsdei részvények	-14,1		<b>Közvetlen befektetések</b>
ebből: újrabefektetett	-6,1	48,0	Részvény és egyéb tulajdonosi részesedés Magyarországon
Üzletrészek	54,1		
ebből: újrabefektetett	2,5		
Befektetési jegyek	0,2		
<b>Összesen</b>	<b>55,0</b>	<b>58,6</b>	<b>Összesen</b>
ebből újrabefektetett jövedelmek	-3,60	0,0	ebből újrabefektetett jövedelmek
<b>Összesen újrabefektetett jövedelem nélkül</b>	<b>58,6</b>	<b>58,6</b>	<b>Összesen újrabefektetett jövedelem nélkül</b>

A pénzügyi számlák állományi adatából nem állítható elő a működőtőke-állomány, mert a pénzügyi számlákban és azok felhasznált adatforrásában, az APEH TÁSA (társasági nyereségadó) adatbázisában sem különíthető el a fizetésimérleg-statisztikákban a befektetői részesedés aránya alapján elkülönített közvetlen tőkebefektetés és portfólióbefektetés. Erre vonatkozó információ csak közvetlen vállalati megkérdezésből származhat.<sup>34</sup>

Az állományok eltérését az alábbi táblázat mutatja.<sup>35</sup>

### V-3. táblázat

#### A tulajdonosi részesedés állományok a külföldi befektetési pozíció és a pénzügyi számlák alapján

(2003. június 30., milliárd Ft)

Pénzügyi számlák/ Külföld/Követelések		Külföldi befektetési pozíció/ Külfölddel kapcsolatos tartozásállomány	
<i>újrabefektetett jövedelmekkel</i>		<i>újrabefektetett jövedelmek nélkül</i>	
<b>Részvények és részesedések</b>	<b>8896,1</b>	<b>6507,3</b>	<b>Összesen</b>
Tőzsdei részvények	2152,6		<b>Portfólióbefektetések</b>
Nem tőzsdei részvények	2713,9	930,7	Tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok
Üzletrészek	4018,3		<b>Közvetlen tőkebefektetések</b>
Befektetési jegyek	11,4	5576,6	Részvény és egyéb tulajdonosi részesedés Magyarországon

– **A 2004-ben publikálandó fizetési mérleg egyes tételei mennyiben változnak a jelenlegihez képest az újrabefektetett jövedelmek elszámolása miatt?**

A közvetlen tőkebefektetéseken belül a tulajdonosi részesedéshez kapcsolódó jövedelmek fizetésimérleg-statisztikában való elszámolásához az alábbi információkra van szükség:

- melyik évben, mekkora adózott eredménye (nyereség vagy veszteség) keletkezett a nem rezidens befektetők magyarországi, illetve a rezidens befektetők külföldi vállalkozásainak,
- mikor és mekkora osztalék kifizetéséről döntöttek a tulajdonosok,
- ehhez mekkora osztalékadó tartozik,
- mikor kerül sor az osztalék tényleges kifizetésére (egy összegben vagy részletekben).

(i) A befektetőre jutó adózott eredményt (nyereséget vagy veszteséget) annak az évnek a fizetési mérlegében kell újrabefektetett jövedelemként kimutatni, amikor az ténylegesen keletkezett. Erről információ csak a gazdasági év lezárultát követően, hónapok múlva szerezhető (jelenleg a vállalatok döntő többsége május végére készíti el beszámolóját, a kérdőívek beküldési határideje ehhez a dátumhoz igazodva június vége). A kérdőívek feldolgozásának eredményeként a fizetési mérlegbe a tárgyév utáni év végén kerülnek be az adatok.

(ii) Az osztalékot a jövedelmek között abban az időszakban kell kimutatni, amikor a tulajdonosok annak kifizetéséről döntenek.

(iii) Amikor a tulajdonosok döntenek az adózott eredmény felosztásáról, akkor a megszavazott osztalék után a befektetőnek osztalékadót kell fizetnie az államnak.

(iv) Az osztalék tényleges kifizetésekor a megszavazott osztalék és a levont osztalékadó különbözete kerül átutalásra. Fizetéskor tehát – a jelenlegi gyakorlattal ellentétben – már nincs folyó fizetésimérleg-tétel, kizárólag a pénzügyi mérleget érinti a tranzakció mindkét lába.

A jövedelmek pénzforgalmi szemléletű elszámolásáról az eredményszemléletű elszámolásra való módszertani váltás hatással van a folyó fizetési mérleg egyenlegére nézve. Ellentétben a portfólió- és egyéb befektetésekhez kapcsolódó jövedelemelszámolással, ahol a pénz-

<sup>34</sup> Míg a pénzügyi számlákban a külföldi tulajdonosok követeléseit az APEH-adatok felhasználásával számoljuk el, a fizetési mérleghez kapcsolódó állományi statisztikákban (külföldi befektetési pozíció) a 2003. év végi publikációig a közvetlen tőkebefektetéseknél és a portfóliórészvényeknél egyaránt forgalmakból kumulált állományi adatok szerepelnek. Emiatt az állományi adatok nem hasonlíthatók össze, s nem vezethetők le egymásból. 2004-től a fizetési mérlegben a társaságiadó-bevallásból származó APEH-adatokkal kiegészített közvetlen tőkebefektetésekre vonatkozó kérdőíves megkérdezések alapján fogjuk elszámolni a működőtőke állományt.

<sup>35</sup> Az állományi adatokat bemutató táblázat is egy instrumentum (Részvények és részesedések) egy oldalára (magyarok külfölddel szembeni tartozása) mutatja be a két statisztika összevetését – jelen esetben azok eltérését. Az összevetés ennek megfelelően elvégezhető a másik oldalra (magyarok külfölddel szembeni követelése) és a másik instrumentumra (egyéb követelések/tartozások) is.

forgalmi vagy az eredményszemléletű elszámolás lényegében egy adott érték időbeli eloszlásának alakulásában eredményez eltérést (az éves kamat folyamatosan vagy egy összegben számolódik el), s így az időszak egészét tekintve a folyó fizetési mérleg egyenlegére az elszámolási mód semleges, a közvetlen tőkebefektetések esetében nem „ugyanazt az értéket” kell eltérő időbeli ütemezésben elszámolni a pénzforgalmi, illetve eredményszemléletű elszámolás során.

**– A 2004-ben publikálandó fizetési mérlegben az újrabefektetett jövedelmek tétele meddig tartalmaz tényadatokat, és mikortól becsültek az adatok? Milyen revíziós politika van az adatközlésben, mikor tekinthető lezártnak az adatközlés?**

A Magyar Nemzeti Bank – a KSH-val egyeztetve – 1999-ben vezette be a vállalati közvetlen tőkebefektetések megfigyelésére szolgáló kérdőíveit annak érdekében, hogy a működőtőke-tranzakciók is számbavételre kerüljenek – ezen tételek között az újrabefektetett jövedelem a legjelentősebb.

Az adatokat a 2004-ben publikálandó fizetési mérlegben 1995-ig vezetjük vissza.

1995–98-ra az APEH TÁSA adatok alapján becsüljük a nem rezidensek magyarországi közvetlen tőkebefektetések adózott eredményét, a megszavazott osztalékot, valamint a közvetlen tőkebefektetések állományi értékét.

Az 1998. év végi állományi számoktól kezdve kérdőíves felmérés alapján elszámolt adatok szerepelnek a jövőre publikálandó fizetési mérlegben a jövedelmekre és az állományokra vonatkozóan egyaránt.

A tárgyévi eredményre vonatkozó működőtőke-kérdőívek beküldési határideje a tárgyévet követő év június 30-a. A kérdőívek feldolgozásának eredményeként a fizetési mérlegbe a tárgyév utáni év végén kerülnek be az adatok.

A tárgyévben és az azt követő évben a fizetésimérleg-statisztikában az újrabefektetett jövedelem adózott eredmény összetevőjére vonatkozóan becsült adatot szerepeltetünk. A tárgyévet követő év végén – a kérdőívek feldolgozásának eredményeként – a tárgyévi fizetési mérlegben szereplő becsült adózott eredményt és a tárgyévet követő évben szereplő becsült megszavazott osztalékot cseréljük le a kérdőíves feldolgozás eredményeként kapott előzetes tényadatokra.

Összefoglalva, a 2004. március 31-én publikálandó újrabefektetett jövedelem mindkét összetevőjére 1995–98 végéig becsült adatokat, 1998 végétől 2001-ig a kérdőíves feldolgozás alapján és a TÁSA-val kiegészített véglegesített adatokat, 2002-re a TÁSA-val kiegészített előzetes tényadatokat tartalmaz. Ez utóbbit még jövőre revideáljuk a 2002-es végleges TÁSA megjelenését követően. 2003-ra az adózott eredmény az MNB által becsült, a megszavazott osztalék pedig a kérdőíves feldolgozás alapján számított adat. 2004-re az adózott eredmény és a megszavazott osztalék egyaránt becsült adat lesz.

### V. 3. BECSLÉS A HAZAI TŐKEÁLLOMÁNY ALAKULÁSÁRA

V.

A tőkeállomány mérőszáma a gazdasági elemzés számára több szempontból is fontos.<sup>36</sup> Egyrészt a kínálati oldal és a potenciális kibocsátás meghatározására általánosan használt termelésfüggvény-megközelítések a munkaerő mellett igénylik a tőkeállomány mint termelési input figyelembevételét is. A gazdasági fejlődéssel foglalkozó irodalom emellett külön figyelmet szentel az egyes termelési tényezők (munka, tőke, technológia) gazdasági növekedéshez való hozzájárulásának, és az elmúlt időszakban, a világgazdaságban tapasztalt dinamikus termelékenységbővülés („new economy”) ismét előtérbe állította a tőkeállomány, ezen belül az információs technológián alapuló tőkeállomány elemzésének fontosságát.

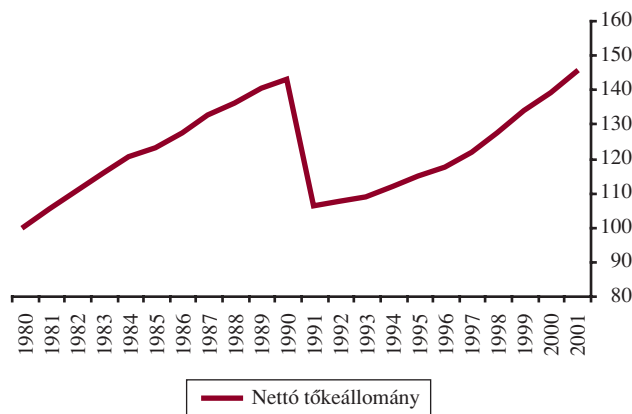
A hazai tőkeállomány becslésére már a megelőző években is történtek kísérletek. Az IMF elemzéseiben a KSH által 1991-ig publikált tőkeállomány-statisztikára támaszkodott.<sup>37</sup> Ez a statisztika ugyanakkor felfelé torzított, mivel az állományban csak az újonnan bekerülő beruházások voltak megfelelően deflálva. Ezt a hiányosságot kezelendő Darvas és Simon (2000) a tőkeállomány kezdeti szintjét egy termelési függvényből becsülték.<sup>38</sup>

Saját, nemrég kialakított becslési módszerünk a KSH két friss adatközléséből indult ki.<sup>39</sup> Egyrészt a KSH egy hosszabb távú projekt első lépéseként 2002 végén közzétette a vállalatok eszközállományára vonatkozó kérdőív felmérés eredményeit. Másrészt, kísérletet tett egy olyan historikus beruházási idősor összeállítására, amely részletes ágazati és eszközbontásban, egységes módszertani szemléletben tartalmazza a nemzetgazdasági beruházásokat több évtizedre visszamenően. A becslés során a kétféle adatforrás lényegesen eltérő eredményre vezetett: a historikus beruházási idősorral becsült nettó – amortizációval csökkentett – tőke szintje a KSH-felmérésből számoltnak csak mintegy 50 százalékát tette ki. Bár a historikus beruházási idősor kevésbé megbízható adatforrás, az ezen alapuló tőkebecslés alacsonyabb szintje nemzetközi összehasonlításban mégis elfogadhatóbbnak tekinthető.

A tőkeállomány számítása során számos olyan probléma felmerült, amely az átmeneti országok sajátosságából ered, és ennek megfelelően a nemzetközi irodalomban kevésbé részletesen tárgyalt. Nehéz elfogadható módszert találni a kilencvenes évek előtt üzembehelyezett és az új feltételek között már versenyképtelen eszközök amortizációjának becslésére, és ugyanígy bizonytalan az is, hogy milyen mértékben változott ezen eszközök szolgálati ideje az átmenet során és az azóta eltelt időszakban. Ugyanakkor a legújabb kutatás fő megállapítása az, hogy a becslési eredmények csak kevésbé érzékenyek a fenti feltevésekben tett változtatásokra, és így az eredmények a feltevések bizonytalansága ellenére is robusztusnak tekinthetők.

V-2. ábra

A hazai nettó tőkeállomány becslése\* (1980 = 100)



\* Becsült reál nettó tőkeállomány idősor (1999. évi árszinten). Forrás: Pula (2003).

Az alkalmazott becslési eljárás egyik, további kutatásra ösztönző hiányossága az információs technológia (IT) más tőkeeszközökkel összevont kezelése. A számítástechnikai és telekommunikációs eszközök más tőkeeszközöknél lényegesen gyorsabban veszítenek értékükből

<sup>36</sup> Tőkeállomány alatt a lakosság ingatlanvagyonán kívüli tőkeállományt értjük (non-residential capital stock).

<sup>37</sup> IMF (1999) „Hungary Selected Issues”, SM/99/28. és Doyle P., Kuijs L., Jiang G. (2001) „Real Convergence to EU Income Levels: Central Europe from 1990 to the long term”, *IMF Working Paper* WP/01/146.

<sup>38</sup> Darvas, Zs.–Simon, A. (2000) „Capital stock and economic development in Hungary”, *Economics of Transition* 8(1).

<sup>39</sup> Pula, G. (2003) „A tőkeállomány becslése Magyarországon a PIM módszerrel. Módszertani leírás és eredmények”, *MNB Füzetek* 2003/7.



(rövidebb a szolgálati idejük), amiben a rendkívül dinamikus innováció játszik szerepet. Ennek eredményeként a számítógépekbe fektetett tőkének más, hasonló piaci árú eszközökénél magasabb hozamot kell biztosítania, azaz ezen eszközök termelékenysége magasabb kell, hogy legyen, mint a többi eszközé.

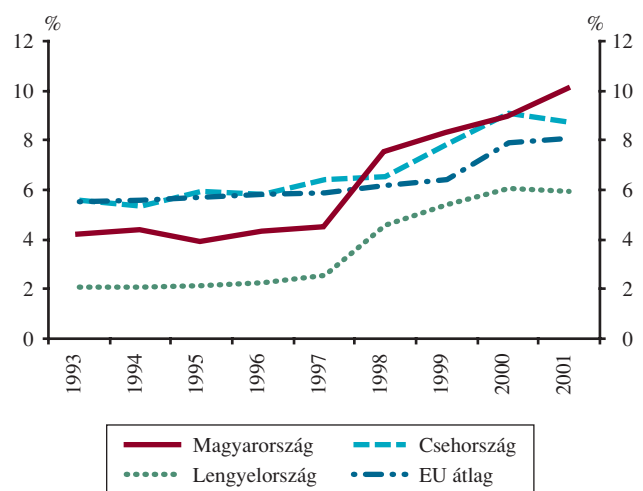
Ennek megfelelően az IT-eszközök elkülönült kezelése nemcsak a lényegesen gyorsabb amortizáció figyelembevételét jelenti a becslés során, hanem ezen eszközök magasabb termelékenységének beépítését is, amely lényegében a tőkeállomány minőségi korrekcióját jelenti. Ezt a célt szolgálja a tőkeszolgáltatás fogalmán alapuló VICS (volume index of capital services) eljárás, amely bár nem új keletű, de alkalmazásának elterjedése csak az elmúlt évekre tehető.<sup>40</sup> A VICS eljárás lényege, hogy a hagyományos tőkeszámbevételével szemben az egyes eszközök aggregálására nem azok piaci árát, hanem az eszközök bérleti díját használja.<sup>41</sup> A bérleti díjjal történő súlyozás figyelembe veszi az eszközök eltérő termelékenységét, és így a tőkeállomány termelési folyamatokhoz való hozzájárulásáról pontosabb képet ad.

A hazai IT-tőke becslésére jelen pillanatban nem állnak rendelkezésre hivatalos adatok. Bár a KSH vállalati eszközállomány-felmérésre kiküldött kérdőíveiben szerepel a gyorsan cserélődő (1–5 éves szolgálati idővel rendelkező) eszközök csoportja, a hivatalos adatközlésben ez a kategória nem került elkülönítésre. Ugyanakkor elérhető adatforrás a WITSA (World Information Technology and Services Alliance) adatbázisa, amely részletes bontásban (szoftver, hardver, egyéb szolgáltatás, telekommunikáció) tartalmaz beruházási idősorokat a világ

számos országára, többek között Magyarországra is. Az adatok tanúsága szerint a hazai IT-beruházások GDP-hez vett aránya 1998-at követően meghaladta az EU-átlagot, és 2001-ben a legmagasabb volt a régióban. A magas arány kialakulásában vélhetően konvergenciahatás (az IT-infrastruktúra elmaradottsága) is szerepet játszik, ugyanakkor a bővülés üteme arra hívja fel a figyelmet, hogy az elkövetkező években az IT hatása a hazai gazdaságban is mind erőteljesebbé válhat, ezáltal növelve az információs technológiával kapcsolatos kutatások szükségességét.

V-3. ábra

### IT-beruházások a GDP százalékában, 1993–2001



Forrás: WITSA(2002) „Digital Planet 2002: The Global Information Economy”.

<sup>40</sup> A VICS eljárást először Jorgenson és Griliches javasolták 1967-es munkájukban (Jorgenson, D. W., and Griliches, Z. (1967) "The explanation of productivity change", *Review of Economic Studies* Vol 34 pages 249–83.) Az elmélet elmúlt években való újrafelfedezése az információs technológia kutatásához kötődik. Az USA-ban, Kanadában és Ausztráliában a Statisztikai Hivatalok készítenek tőkeállomány-becsléseket a VICS módszerrel, Angliában pedig Oulton és O'Mahony végeztek ilyen számításokat (Oulton, N. and O'Mahony, M. (1994) „Productivity and growth: a study of British industry 1954–1986”, *Cambridge: Cambridge University Press*). A módszer áttekintő leírását I. Oulton, N. and Srinivasan, S. (2003) „Capital stocks, capital services and depreciation: an integrated framework”, Bank of England Working Papers no. 192 és OECD (2001) „Measuring capital: a manual on the measurement of capital stocks, consumption of fixed capital and capital services”, *Paris:OECD* [magyarul megjelent: KSH (2002) „Eszköz-mérés, OECD kézikönyv”, *Nemzetközi Statisztikai Dokumentumok* 7/1.)

<sup>41</sup> Ha a piaci árak a jövőbeni tőkeszolgáltatás nettó jelenértékével egyenlők, akkor két azonos piaci árú, de eltérő élettartamú eszköz közül a rövidebb élettartamú, és ezért rövidebb megtérülési idővel rendelkező eszköz egy év alatt nyilván nagyobb „hozamot” szolgáltat. A bérleti díj tehát a két eszköz esetében eltérő: a rövidebb élettartamú eszköz esetén magasabb bérleti díjjal számolunk.

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

### 1998. november

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

### 1999. március

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

### 1999. június

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

### 1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
fogyasztóiár-index: 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 foglalkoztatásbővülés hátterében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

### 1999. december

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

### 2000. március

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

### 2000. június

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

### 2000. szeptember

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

### 2000. december

Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28

A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari-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 deflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel deflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
<b>2003. május</b>	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
<b>2003. augusztus</b>	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
<b>2003. november</b>	
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80

Jelentés az infláció alakulásáról  
2003. november

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