



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2002.
augusztus

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

ISSN 1419-2926

A Parlament által elfogadott, és 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációcsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitásnak gyakorlatilag megfelelő 2%-os inflációs szint elérésére.

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

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



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	7
ÖSSZEFOGLALÓ	10
1. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	11
<i>1. 1 A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk</i>	<i>11</i>
1. 1. 1 A második negyedéves adatok értékelése	11
1. 1. 2 A májusi inflációs előrejelzés és a tények összevetése	12
1. 1. 3 A májusi előrejelzés során alkalmazott feltevések	12
1. 1. 4 Az előrejelzés és a tények eltérésének okai	13
<i>1. 2 A fogyasztói árindex előrejelzése</i>	<i>14</i>
1. 2. 1 Az alap-előrejelzés feltevései	15
1. 2. 2 Az inflációs előrejelzés részletei	16
1. 2. 3 Az inflációs előrejelzés bizonytalansága	18
2. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	20
<i>2. 1 Kereslet</i>	<i>20</i>
2. 1. 1 Külső kereslet	21
2. 1. 2 Az államháztartás keresleti hatása	22
2. 1. 3 Lakossági fogyasztás, megtakarítás és beruházás	24
2. 1. 4 Vállalati beruházás	26
2. 1. 5 Készletberuházás	28
2. 1. 6 Külkereskedelem	29
2. 1. 7 Külső egyensúly	30
<i>2. 2 Termelés</i>	<i>31</i>
3. MUNKAPIAC ÉS VERSENYPÉSSÉG	33
<i>3. 1 Foglalkoztatottság</i>	<i>34</i>
<i>3. 2 Munkaerő-tartalékok és szűkösség</i>	<i>35</i>
<i>3. 3 Bérinfláció</i>	<i>36</i>
<i>3. 4 Termelékenység és versenyképesség</i>	<i>38</i>
4. MONETÁRIS FOLYAMATOK	40
<i>4. 1 Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés</i>	<i>40</i>
<i>4. 2 Kamat és árfolyam alakulás</i>	<i>42</i>
<i>4. 3 Tőkeáramlások</i>	<i>44</i>
<i>4. 4 Hosszú lejáratú hozamok</i>	<i>45</i>

5. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	49
<i>5. 1 Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások</i>	<i>49</i>
<i>5. 2 Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és a maastrichti inflációs követelmény? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei</i>	<i>50</i>
<i>5. 3 Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?</i>	<i>51</i>
<i>5. 4 Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?</i>	<i>52</i>
<i>5. 5 Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?</i>	<i>53</i>
<i>5. 6 Az euró bevezetésének gazdasági következményei</i>	<i>54</i>
<i>A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei</i>	<i>55</i>

A Monetáris Tanács állásfoglalása

A Monetáris Tanács 2002. augusztus 5-i ülésén megvitatta és elfogadta az augusztus 15-én publikálandó „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványt.

*Megállapodás
a gazdaságpolitikai stratégia
alapelveiről*

*Célkitűzés, hogy Magyarország
2007-re felkészült legyen az
euróövezeti csatlakozásra*

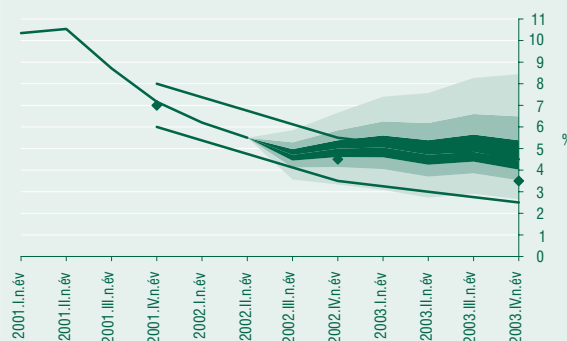
*A jegybank 2003
decemberében 4,5%-ot nem
meghaladó infláció elérésére
törekszik*

Az elmúlt hónapokban a jegybank vezetése megbeszéléseket folytatott a kormányzattal a gazdasági folyamatok várható alakulásáról, és a követendő gazdaságpolitikáról. A gazdaságpolitikai célok a kormány által elfogadott „*Fordulat a gazdaságpolitikában*” című középtávú programban is meghirdetésre kerültek. A *Jelentésben* bemutatott előrejelzések feltételezik e célok megvalósulását.

A középtávú gazdaságpolitikai programnak a monetáris politika szempontjából legfontosabb célkitűzése, hogy a magyar gazdaság 2007-re felkészült legyen az euróövezeti csatlakozásra. E célkitűzés teljesítéséhez szükséges, hogy az államháztartás európai szabvány szerint mért hiánya 2005-ben ne legyen magasabb a GDP 3%-ánál és az infláció megfeleljen az euróövezethez történő csatlakozás kritériumainak. A középtávú program a 2005-ben elérendő referenciaértékek teljesítése érdekében folyamatos gazdaságpolitikai alkalmazkodást ír elő. Az államháztartás európai szabvány szerint mért hiányát 2003-ban a GDP 4,5%-ára mérsékli a kormányzat, míg az infláció tekintetében 2003-ra éves átlagos 5%-os, év végére 4,5%-os áremelkedési ütemet irányoz elő.

A jegybank monetáris politikai lépéseivel a középtávú gazdaságpolitikai programmal összhangban álló inflációs pályát igyekszik megvalósítani. A kijelölt pálya nincs ellentmondásban a jegybank korábban kitűzött, 2003 decemberére $3,5 \pm 1\%$ -ban meghatározott inflációs céljával, a jegybank

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



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

4,5%-ot nem meghaladó infláció elérésére törekszik. Ennek megfelelően a jegybank az elkövetkező időszakban aszimmetrikus módon fog reagálni az infláció pályáját befolyásoló gazdasági folyamatokra. Ha az inflációs előrejelzés középtérre az előrejelzési időhorizonton a kitűzött célsávon kívülre esik, a Monetáris Tanács a monetáris kondíciók megváltoztatásával befolyásolja az infláció pályáját. A célsávon belül azonban a Monetáris Tanács tolerálja a 4,5%-ot meg nem haladó inflációs szint kialakulását.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt időszak makrogazdasági folyamatai az inflációs kockázatok növekedése irányába mutatnak. E tényezők közül a legfontosabb az idén közel 10%-kal bővülő lakossági fogyasztási kereslet és a versenyszektor béreinek gyors ütemű emelkedése. A középtávú kormányprogram ugyanakkor olyan pályát irányoz elő, amely jövőre számottevően mérsékelheti az inflációs nyomást. A belföldi kereslet növekedését várhatóan visszafogja az államháztartás európai szabvány szerint mért hiányának 4,5%-ra történő mérséklése. A Monetáris Tanács értelmezése szerint a kormányzat azt is el szeretné érni, hogy jövőre a versenyszektorban legfeljebb 5%-kal emelkedjen a bruttó bérek éves átlagos szintje. A várható adómerséklő intézkedések eredményeként ez a mérsékelt bruttó béremelkedés is a nettó reálkeresetek 3% körüli növekedését biztosítja. A középtávú gazdaságpolitikai programnak megfelelő béralakulás mérsékli az inflációs célok elérésének reálgazdasági költségeit.

Ezzel szemben a kormányzati célkitűzéseknél magasabb béremelkedés az inflációs célok elérése érdekében monetáris szigorítást tehet szükségessé. A deflációs pályához nem alkalmazkodó béralakulás rontja a vállalkozások versenyképességét, ami a kivitelre és a beruházásokra gyakorolt negatív hatásokon keresztül visszafogja a gazdasági növekedést és a munkahelyek számának bővülését.

Az MNB-nek a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjában előirányzott költségvetési és bérnövekedési irányszámokra alapozott előrejelzése szerint 2002 decemberére 5,1%, 2003 decemberére 4,3% körüli áremelkedés várható. A célsávon belül maradó alapelőrejelzés mellett ugyanakkor 2003-ban jelentős egy magasabb infláció kialakulásának kockázata. E kockázat fő forrása a versenyszféra béreinek alakulása. A gazdaságpolitikai pályától elszakadó béralakulás esetén nagy a valószínűsége a 2003 végén 4,5%-ot meghaladó inflációnak. Ez a kockázat mutatkozik meg az inflációs előrejelzés legyezőábrájának alakjában.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a kormány által kidolgozott középtávú gazdaságpolitikai pálya megvalósulása esetén, a jegybank jelenlegi előrejelzésében szereplő feltételek mellett nem látszik szükségesnek a monetáris kondíciók változtatása. A Monetáris Tanács folyamatosan figyelemmel kíséri az inflációs kockázatokat jelentő gazdasági folyamatokat. A belföldi kereslet és a bérnövekedési ütem magas dinamikájának fennmaradása a jövőben a monetáris kondíciók szigorítását teheti szükségessé.

A gazdaságpolitikai célpálya szerinti fiskális alkalmazkodás és béralakulás csökkentheti az inflációs cél elérésének reálgazdasági költségeit

A pályától való eltérés költségei

A pálya megvalósulása esetén az infláció 2003 végén 4,5% alatt maradhat, a nagyobb infláció irányába mutató kockázatok jelentősek.

A gazdaságpolitikai pálya mentén elkerülhető a monetáris kondíciók szigorítása

Budapest, 2002. augusztus 5.

*Magyar Nemzeti Bank
Monetáris Tanács*

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata*

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

	2001	2002	2003
	tény	előrejelzés	
<i>Fogyasztói árindex</i>			
December	6,8	5,1	4,3
Éves átlag	9,2	5,4	4,8
<i>Gazdasági növekedés</i>			
Külső kereslet	0,8	(-1,4) -(0,9) (-0,4)	5,7 – 7,1 – 8,6
Feldolgozóipari hozzáadott érték	1,3	0,0 -0,5 – 1,0	5,5 -7,0 – 8,5
Lakossági fogyasztás **	5,1	9,4 – 9,8 – 10,2	6,3 – 7,1 – 7,9
Állóeszköz-felhalmozás	3,1	5,6 – 7,0 – 8,4	3,7 – 6,0 – 8,3
Belföldi felhasználás	2,1	5,5 – 6,2 – 6,9	4,2 – 5,4 – 6,6
Export	9,1	3,5 – 5,0 – 6,5	4,8 – 7,8 – 10,8
Import	6,3	7,2 – 8,6 – 10,0	5,7 – 8,7 – 11,7
GDP	3,8	3,5 – 3,8 – 4,1	4,2 – 4,7 – 5,2
<i>Folyó fizetési mérleg</i>			
A GDP százalékában	-2,1	(-4,0) (-4,4) (-4,8)	(-3,6) (-4,2) (-4,8)
Milliárd euróban	-1,2	(-2,7) (-3,0) (-3,3)	(-2,7) (-3,1) (-3,5)
<i>Államháztartás</i>			
Keresleti hatás (a GDP százalékában)	2,0	2,8 – 3,0 – 3,2	(-2,4)****
<i>Munkapiac (versenyszféra) ***</i>			
Bérinfláció	13,1 – 14,1 – 15,7	12,4 – 13,0 – 13,6	5,0****
Foglalkoztatottság	1,0	(-0,8) – (-0,6) – (-0,4)	(-0,1) – 0,4 – (0,9)

* Alap-előrejelzés mindig vastagon szedve.

** Vásárolt lakossági fogyasztás (fogyasztási kiadások)

*** Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga. A 2001-es bérinflációra adott alsó és alapérték az MNB – a minimálbér-emelés hatásának figyelembevételétől függő – becslése, míg a felső érték a KSH által közölt index

**** A kormány középtávú gazdaságpolitikai programja alapján készített feltételezés

Aktuális *Jelentésünk* két szempontból különbözik a májusitól. Egyrészt most figyelembe vesszük a megváltozott fiskális politika hatását, szemben az akkori „fiskális politika változatlansága” feltevésével. Másrészt, a 2003-ra vonatkozó előrejelzéseinket a kormány által meghirdetett középtávú gazdaságpolitikai programban vázolt pályára alapoztuk, különösen a fiskális politika és a versenyszféra beralakulása tekintetében.¹

Előrejelzésünkben tehát a versenyszektorban 2002-ben lassan csökkenő bruttó béremelkedésre számítunk. 2003-ban pedig – a középtávú programból kiindulva – a versenyszférabeli bruttó bérek igen alacsony emelkedésével számolunk: az idén 13 százalék körül várható bruttó bérinfláció jövőre 5 százalékra csökkenne.

A fentiek következtében a reálgazdasági előrejelzésünk is jelentősen módosul a májusi *Jelentéshez* viszonyítva. Mindkét évre magasabb lakossági fogyasztás növekedéssel számolunk, ami a belföldi felhasználás GDP-nél gyorsabb növekedését eredményezi. A gazdasági növekedés ütemét a korábbinál magasabbra, 2002-ben 3,8 százalékra, 2003-re pedig 4,7 százalékra becsüljük.

A fogyasztói árindex idén decemberre várhatóan 5,1%-os lesz, jövő decemberre pedig – a kormány gazdaságpolitikai programjára alapozott előrejelzésünk szerint – 4,3%-ra mérséklődik. A májusi *Jelentéshez* képest tehát előrejelzésünk az idei év végére némileg csökkent, jövő decembert tekintve viszont jelentősen emelkedett. Az infláció mértéke így idén év végén a 4,5%-os célérték ± 1 százalékpontos sávjának felső tartományába esik, a következő évben a célsáv 4,5%-os felső határának közelében várható. A Monetáris Tanács megítélése szerint két területen a fenti alappályánál magasabb jövő évi infláció irányába mutató kockázat jelentkezik. Egyrészt, ha a középtávú gazdaságpolitikai programban feltételezettnél magasabb átlagkereset-növekedés valósul meg jövőre a versenyszférában, az költség- és keresleti oldalról is inflációs nyomást okoz. Másrészt, a regulált körbe tartozó áremelkedéseknek az alappályában technikailag feltételezettnél nagyobb mértéke is a számítottnál magasabb inflációt okozna. Így az inflációs előrejelzés bizonytalanságát megjelenítő legyezőábránk 2003 végére – az inflációs célsávhoz képest – számottevő, magasabb infláció irányába mutató bizonytalanságot jelenít meg.

¹ Ld. a „Fordulat a gazdaságpolitikában” címen meghirdetett középtávú programot, amely [letölthető a Pénzügyminisztérium honlapjáról](#).

1. Inflációs folyamatok

1. 1 A múltbeli infláció alakulása és előrejelzésünk

A fogyasztói árindex értéke 2002 második negyedévében 5,5% volt, ami megegyezik a májusi *Jelentésben* publikált előrejelzésünkkel. Ez az érték az első negyedéves átlagos inflációnál 0,7 százalékponttal kisebb. A defláció folytatódását jelzi a maginfláció alakulása is, ami az első negyedéves 6,7%-ról 5,9%-ra csökkent.²

1. 1. 1 A második negyedéves adatok értékelése

A második negyedévben tapasztalt defláció jelentős mértékben a fogyasztói árindex volatilis és a monetáris politika által kevésbé befolyásolható tételeiben következett be: az infláció mérséklődése nagymértékben tulajdonítható a feldolgozatlan élelmiszerárak és az üzemanyagárak júniusi csökkenésének. Az élelmiszerek esetében kiemelendő egyes idényjellegű élelmiszerek, valamint a fogyasztói kosárban nagy súlyt képviselő sertéshús árának csökkenése. Az üzemanyagárak mérséklődése elsősorban az euró dollárral szembeni erősödésével magyarázható.

Ugyanakkor a negyedév során csökkent a monetáris politika által inkább befolyásolható iparcikkek és a piaci szolgáltatások árindexe is, bár az utóbbi esetében a csökkenés üteme lassult. Továbbá fontos megjegyezni, hogy a dohánytermékek árindexe a második negyedévben is emelkedett, ami elsősorban az év eleji adóemelés áthúzódó hatásával magyarázható.

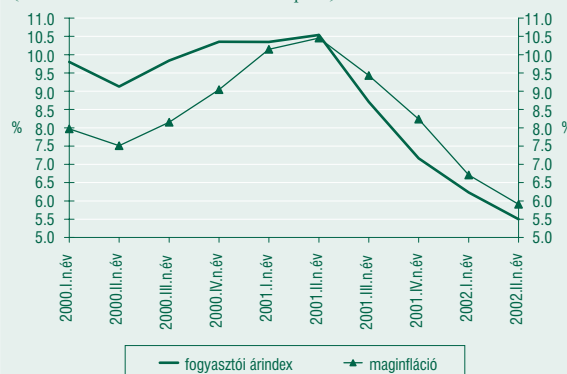
Az *iparcikkek* árindexének a monetáris rezsímváltás óta megfigyelhető alakulása stabil deflációt mutat, amit legjobban a rövid bázisú indexek csökkenése támaszt alá. Ez az árindex-csökkenés elsősorban a tavaly májusi sávszélesítést követő nominális forint-felértékelődés késleltetett hatását mutatja.

Hosszabb távon azonban az infláció – alacsony növekedési áldozattal megvalósuló – tartós csökkenése csak akkor érhető el, ha a bérek növekedési üteme igazodik az alacsonyabb inflációs környezethez. A tartós defláció szempontjából kedvezőtlen folyamat, hogy a *piaci szolgáltatásoknál*, a fogyasztói árindex összetevői közül a leginkább bér- és keresletérzékeny csoportnál, 2002. márciusa óta megtorpant a deflációs folyamat. Ez elsősorban az erős bérnövekedéssel és a lakossági fogyasztás korábban nem tapasztalt mértékű, magas növekedési ütemével magyarázható.

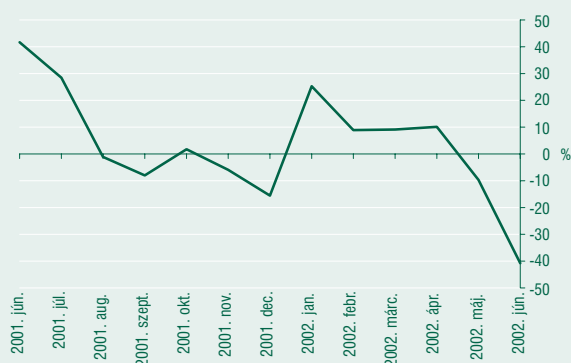
² A lapzártánk után beérkezett júliusi (4,6%-os) fogyasztói árindex a defláció folytatódását jelzi. Ugyanakkor ez részben a TV-üzembentartási díjának átvállalásából, részben egyes volatilis tényezők (nyers élelmiszerek) körében bekövetkezett egy-szeri árszintcsökkenésből ered.

Ábra 1-1. A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása

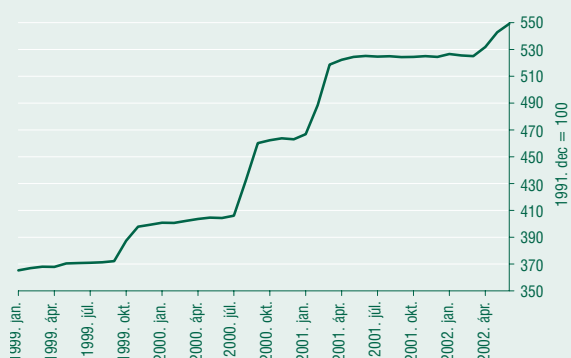
(előző év azonos időszakához képest)



Ábra 1-2. A feldolgozatlan élelmiszerek árának évesített havi növekedési üteme, szezonálisan igazítva



Ábra 1-3. A kenyér és pékáru árszintje, 1991. december=100



Tábla 1-1. Az inflációs alap-előrejelzésünk és a tényadatok 2002 II. negyedévében

Csoport	Súly (%)	Tény	Májusi előjelzés	Különb- ség	A különb-ség hatása a fogyasztói árindexre
		Előző év azonos időszakához képest, %			
Élelmiszerek	19,0	6,0	5,5	0,5	0,1
<i>Feldolgozatlan</i>	6,2	5,3	6,3	-1,0	-0,1
<i>Feldolgozott</i>	12,8	6,1	5,2	-0,9	-0,1
Iparcikk	27,0	2,6	2,7	-0,1	0,0
Piaci szolgáltatások	19,4	8,9	8,6	0,3	0,1
Piaci háztartási energia	1,5	1,9	4,6	-2,7	0,0
Jármű-üzemanyag	5,2	-7,3	-4,8	-2,5	-0,1
Alkohol, dohány	9,1	9,1	8,4	0,7	0,1
Szabályozott árak	18,9	7,2	7,3	-0,1	0,0
Fogyasztói árindex	100,0	5,5	5,5	0,0	0,0
Maginfláció		5,9	5,7	0,2	

Tábla 1-2. A májusi előrejelzés feltevései és a 2002. második negyedévi tények

	A májusi előrejelzésben feltételezett érték	2002. második negyedévi tény
Forint/euró árfolyam (Ft)	242,3	242,9
Dollár/euró árfolyam (cent)	0,88	0,92
Brent olajár (dollár/hordó)	25,5	25,1
Importált iparcikk-infláció (%)*	1,1	-0,7

* német iparcikk infláció (COICOP elnevezéssel „Non-energy industrial goods”, Eurostat NewCronos kódja *igoodsxe*)

A *feldolgozatlan élelmiszerek* áralakulását a második negyedévben alapvetően két, hasonló jellegű folyamat alakította: egyrészt május-június folyamán korrigálódott az év eleji zöldség-gyümölcs ársokk, másrészt a sertéshús árszintje, amely korábban közös valutában mérve az európai sertéshúsárszint fölött volt, a negyedév során az európai árszint alá esett. A két tényező közül főleg az utóbbi érdemel figyelmet, hiszen a sertéshús árának alakulása nagymértékben befolyásolja egyes feldolgozott élelmiszerek árát is.

A *feldolgozott élelmiszerek* csoporton belül leginkább a kenyér árának áprilisban és májusban történt emelkedését érdemes kiemelni. Ebben a két hónapban az árak annak ellenére emelkedtek, hogy mind a gabona termelői ára, mind a liszt fogyasztói ára csökkent. Elemzésünk szerint e körben egy lépcsőzetes, a piaci szereplők egyidejű lépéseit mutató (kartellszerű) áralakulási minta érvényesül.

Az alkohol és dohánytermékek csoportjában a második negyedév folyamán a dohánytermékek árának emelkedése volt a meghatározó tényező. A jövedéki adó év eleji emelkedése csak tavasztól jelent meg a fogyasztói árakban, aminek lehetséges magyarázata a raktárkészletek lassú kifutása.

1.1.2 A májusi inflációs előrejelzés és a tények összevetése

A 2002. második negyedévi átlagos infláció megegyezik a májusban adott előrejelzésünkkel, ugyanakkor a maginfláció a prognosztizált értéknél 0,2 százalékponttal magasabb lett. Ez azt mutatja, hogy a fogyasztói árindex előrejelzésének pontossága néhány nagy volatilitású tényező „szerencsés” alakulásának is tulajdonítható.

Számításaink szerint a teljes fogyasztói árindex szempontjából fontos, nagy súlyú tételek közül az élelmiszerek, a piaci szolgáltatások, a járműüzemanyag, valamint az alkohol és dohánytermékek esetében volt jelentősebb eltérés előrejelzésünk és a tények között.

A következőkben megvizsgáljuk, hogy az előrejelzési hiba mennyiben magyarázható az exogén változóknak a várttól eltérő alakulásával, illetve, hogy az ebből adódó hibán túl mennyi a szerepe annak, hogy az előrejelzés során az inflációs folyamatokat esetleg nem megfelelően ragadjuk meg.

1. 1. 3 A májusi előrejelzés során alkalmazott feltevések

Az 1-2 táblázat azt mutatja, hogy a legfontosabb exogén változók a negyedév során az importált infláció és a dollár/euro árfolyam kivételével feltételezéseinknek megfelelően alakultak.

Az importált infláció közelítésére használt német iparcikk-inflációról azt feltételeztük, hogy az évesített havi növekedési ütem az első negyedév során tapasztalt magas értékekről az év során fokozatosan visszatér a historikus átlagot jelentő 0,5%-os szintre, ami 2002 átlagában 1,1%-os évesített havi ütemet jelent. Ezzel szemben áprilistól kezdve a német iparcikkek árszintje erőteljesen csökkent. Lehetséges azonban, hogy ez a csökkenés később korrigálódik, amit az is alátámaszt, hogy az euró-övezet országainak átlagában nem figyelhető meg hasonló árszintcsökkenés.

A vásárolt lakossági fogyasztásról a májusi *Jelentés* során még nem állt rendelkezésünkre az ez évi első negyedéves adat; erre vonatkozó előrejelzésünk 6,2% volt. A tény ennél több mint két százalékponttal magasabb, 8,6% lett, ami eddig nem tapasztalt növekedési ütemet jelent.

1. 1. 4 Az előrejelzés és a tények eltérésének okai

Míg a teljes fogyasztói árindex második negyedévi értéke megegyezett a májusi előrejelzésünkkel, egyes tételek inflációja alacsonyabb illetve magasabb lett a prognosztizáltnál. Némileg magasabb infláció következett be a feldolgozott élelmiszerek, a piaci szolgáltatások és az alkohol és dohánytermékek körében, amit előre nem látható események (a kenyérár-emelkedése, a dohánykészletek lassú kifutása), valamint a vásárolt lakossági fogyasztás vártnál jóval erősebb növekedése okoztak. Ugyanakkor a prognosztizáltnál alacsonyabb volt az infláció a feldolgozatlan élelmiszerek és a járműüzemanyagok körében, ami egyes exogén tényezők dezinflációs alakulásával magyarázható.

A feldolgozatlan élelmiszerek esetében a ténylegesnél magasabb májusi előrejelzés fő oka az, hogy mivel a zöldségár év eleji emelkedése – ellentétben a legtöbb európai országgal – nálunk még márciusban sem korrigálódott, ezért a kialakult magas árszintet tartósnak tekintettük. Ezzel szemben júniusban megtörtént a korrekció, aminek egyik lehetséges magyarázata, hogy a rendkívüli áremelkedést okozó importtermékeket felváltották a hazai árak.

A feldolgozott élelmiszerek esetében az infláció előrejelzésünknel magasabb lett. Ennek oka elsősorban – amint azt fentebb már jeleztünk – a kenyér árának előre nem látható emelkedése.

Az iparcikkek árindexére adott előrejelzésünk lényegében megegyezik a tényadattal, ami elsősorban annak köszönhető, hogy rövidtávon az idősor tehetetlenségét figyelembe vevő módszereket alkalmaztunk. Elképzelhető, hogy az előrejelzésnél némileg kisebb tény mögött az importált infláció csökkenése áll, bár ennek a hatása ilyen rövid horizonton még nem jelentős.

Az iparcikkek árszintjének előrejelzésére használt modelünkben az árszint alakulását befolyásoló két legfontosabb tényező a forint/euróárfolyam és az importált (német) iparcikk-infláció; ezek mellett kisebb súllyal szerepelnek egyéb, belföldi költség- és keresleti tényezők. Aktuális előrejelzésünkben, bár az árfolyam-begyűrés feltételezett értékét nem módosítottuk. Ugyanakkor azzal számolunk, hogy – egyszeri jeleggel – a tavalyi felértékelődés hatása tompítottan jelenik meg az árakban.

A *piaci szolgáltatások* esetében a tény 0,3 százalékponttal magasabb lett az előrejelzésnél. Ez az eltérés magyarázható azzal, hogy a lakossági fogyasztás eltért az előrejelzettől, és ez az eltérés a magasabb infláció kialakulásának irányába mutatott.

A *járműüzemanyag* árszintje a vártnál jobban csökkent, ami annak következménye, hogy az euróban kifejezett olajár a feltételezettnél erősebb dollár/euró árfolyam miatt alacsonyabb volt a vártnál. Ugyanez a magyarázata az előrejelzésnél alacsonyabb árindexnek a piaci energia csoport esetében is.

1-4. ábra: Iparcikkek árszintje Németországban és az eurózóna országaiban, 1996 átlaga=100



1.2 A fogyasztói árindex előrejelzése

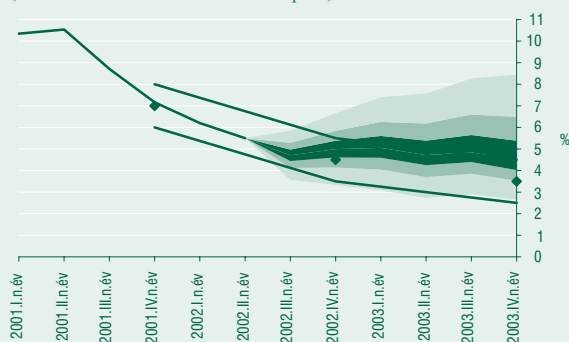
Aktuális előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex idén decemberre várhatóan 5,1%-ra, jövő decemberre pedig 4,3%-ra mérséklődik.³ Előrejelzésünkben egyfelől tükröződnek a májusi *Jelentés* óta ismertté vált gazdaságpolitikai intézkedések hatásai. Másfelől, 2003-ra vonatkozó előrejelzésünk, ennek időben elhúzódó hatásai mellett – a Monetáris Tanács kérésére – azon a feltevésen alapul, hogy a kormány által meghirdetett, középtávú gazdaságpolitikai programban lefektetett pálya valósul meg. Ezen belül azonban a várható árszabályozási intézkedésekről továbbra sem rendelkezünk konkrét információkkal, ezért e téren egyszerű technikai feltételezésekkel élünk.

A Monetáris Tanács megítélése szerint két területen a fenti alappályánál magasabb jövő évi infláció irányába mutató kockázat jelentkezik. Egyrészt, ha a versenyszférában a középtávú gazdaságpolitikai programban feltételezettnél magasabb átlagkereset-növekedés valósul meg, az költség- és keresleti oldalról is inflációs nyomást okoz. Másrészt, a regulált körbe tartozó áremelkedéseknek az alappályában feltételezetttnél nagyobb mértéke is a számítottnál magasabb inflációt okozna. Így az inflációs előrejelzés bizonytalanságát megjelenítő legyezőábránk 2003 végére – az inflációs célsávhoz képest – számottevő, a magasabb infláció irányába mutató bizonytalanságot jelenít meg. Míg idén még több mint 60% a valószínűsége, hogy év végén a fogyasztói árindex értéke a célsávon belül lesz, jövőre ez 30%-ra csökken, egyúttal erőteljesen megnő a toleranciasáv 4,5%-os felső határát is meghaladó értékek valószínűsége.

A fogyasztói árindex előrejelzése a májusi *Jelentéshez* képest 2002 végét tekintve némileg csökkent, míg 2003 végére jelentősen emelkedett. Az idei évben ugyanis a lakossági kereslet élénkülésének kezdeti inflációs hatását ellensúlyozzák bizonyos egyszeri regulációs lépések. A tv-készülék üzemeltetési díj fizetésének ez év júliusi eltörlése például önmagában 0,3 százalékponttal mérsékli a fogyasztói árindexet, e nélkül 5,4% lenne a prognosztizált 2002. decemberi fogyasztói árindex. Az ilyen, idén kedvező hatású regulációs döntések azonban csak az árszint egyszeri módosulását jelentik, ami nem tükröz valódi deflációt. Ez figyelhető meg a maginflációs előrejelzés májusi *Jelentéshez* képesti jelentős emelkedésében: mintegy egy százalékponttal lesz magasabb a következő három negyedévben, és ez a különbség csak az előrejelzési időszak végére mérséklődik 0,3 százalékpontra.

2003-ban az év nagyobb részében érvényesül az idei gyorsabban növekvő jövedelmek miatt a lakossági kereslet inflációs nyomása. Ennek nyomán 2003 első feléig várhatóan relatíve magas marad a maginfláció értéke. A feltételezett regulációs környezet 2003 decemberében mintegy 6%-os árindexet jelent, ami így – feltételezésünk szerint – nem ellensúlyozza a lakossági kereslet inflációs hatását.

Ábra 1-5. Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*
(előző év azonos időszakához képest)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A legsötétebb sáv tartalmazza az alap-előrejelzést. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A legyezőábra sávjainak pontos értékét ld. az 1-6. táblázatban. A bizonytalansági eloszlás becslése a múltbeli előrejelzési hibák alapján és a Monetáris Tanács bizonytalanság értékelésének figyelembevételével készült. Az év végi pontok az előre rögzített inflációs célok értékét (7%, 4,5% és 3,5%); az egyenes vonalak a melléjük rendelt $\pm 1\%$ -os tolerancia sávot mutatják. A legyezőábra mindig a negyedéves átlagos fogyasztói árindex értékekre vonatkozó előrejelzésünk alapján készül, az év végi (decemberi) célpontok negyedéves negyedévhez való berajzolása emiatt csak tájékoztató jellegű!

³ Előrejelzésünk készítésekor a júniusi tényadatok voltak a legfrissebb információk. Az azóta megjelent július havi (4,6%-os) fogyasztói árindex némileg alacsonyabb lett előrejelzésünkénél, amely átmeneti tényezőknek tulajdonítható, hosszabb távon nem változtatunk prognózisunkon.

Tábla 1-3. A fogyasztói árindex alap-előrejelzése
(előző év azonos időszakához képest)

	súly (%)	2002					2003				
		tény		előrejelzés							
		I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	dec	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	dec
Élelmiszerek	19,0	8,5	6,0	3,4	4,3	4,5	4,2	4,6	6,5	6,1	6,0
feldolgozatlan	6,2	9,5	5,3	-0,7	2,3	2,4	1,5	4,6	11,1	9,8	9,5
feldolgozott	12,8	7,9	6,1	5,3	5,3	5,6	5,6	4,6	4,3	4,4	4,4
Iparcikkek	27,0	3,3	2,6	2,1	1,5	1,3	1,1	0,7	0,5	0,4	0,4
Piaci szolgáltatások	19,4	8,8	8,9	8,6	8,2	8,0	8,1	7,7	7,0	6,3	6,1
Piaci energia	1,5	0,0	1,9	3,6	4,9	5,0	5,1	5,4	4,0	3,5	3,4
Járműüzemanyag	5,2	-9,1	-7,3	1,0	8,4	11,4	14,0	7,9	4,3	4,1	3,8
Alkohol, dohányáru	9,1	9,4	9,1	10,4	10,9	11,1	9,0	7,4	6,6	6,0	5,8
Regulált árak	18,9	7,9	7,2	4,2	3,6	3,6	4,0	5,4	6,5	6,0	6,0
Fogyasztói árindex	100,0	6,2	5,5	4,7	5,0	5,1	5,1	4,7	4,8	4,4	4,3
Becsült maginfláció	68,2	6,7	5,9	5,7	5,5	5,4	5,1	4,4	4,0	3,7	3,6
Éves átlagos árindex		5,4					4,8				

Májusi *Jelentésünkhöz* képest előrejelzésünk 2003 végére 0,9 százalékponttal magasabb inflációt mutat. Ezt négy fő tényezőcsoport nagyjából egyenlő arányban magyarázza: a versenyszférában 2002-ben kialakult magasabb bérszint és a növekvő lakossági fogyasztás; a feltételezett reguláció; a forintárfolyam alakulása; az exogén tényezők (mezőgazdasági termékek ár-
alakulása, olaj világpiaci ára, dollár/euro árfolyam alakulása).

1. 2. 1 Az alap-előrejelzés feltevései

A májusi *Jelentéshez* képest gyengébb forinttal számolunk. A változatlan monetáris politika elvét követve most is az utolsó tényhónap, a július forint/euro árfolyam átlagértékét vesszük a teljes előrejelzési periódusra. Ez a májusi feltételezésünkhöz képest most 4,3 forinttal (1,8%-kal) gyengébb árfolyamérték, ami az akkori előrejelzéshez képest mintegy 0,2 százalékponttal magasabb inflációt okoz.

Az importált inflációs folyamatok a belföldi inflációt mérőklő irányba mozdultak el a negyedévvél korábbihoz képest. A német iparcikkek ára az utóbbi hónapokban csökkent, és a forintban vett olajár is mérséklődött a dollár gyengülése miatt. Ez 0,2-0,3 százalékponttal alacsonyabb 2002-es fogyasztói árindexet okoz.

Olajár-feltevésünk a májusihoz hasonló. Az olajár-előrejelzés kialakításánál több információforrást is megvizsgáltunk. A Monetáris Tanács javaslatára kockázatkezelési megfontolásból most is azt az elvet követtük, hogy a saját gyűjtésű, különböző piaci elemzők⁴ konszenzus olajár pályája, a Consensus Economics által publikált, nemzetközi előrejelzések konszenzusát tartalmazó olajár várakozások és a konstans olajár közül a magasabb pályát építjük be az előrejelzésünkbe. Ezért az olajárak jövőbeni alakulásánál ismét a konstans ár feltételezésével élünk.

⁴ Ez tartalmazza a Goldman Sachs, J.P. Morgan, Merrill Lynch, BNP-Dresdner, Lehman Brothers, Deutsche Bank által publikált, két hónaponál nem régebbi előrejelzéseket.

Tábla 1-4. Az 2003 végi aktuális és a májusi *Jelentés* előrejelzése közötti eltérés összetevői

	Eltérés a két előrejelzés között, százalékpont	Az eltérést magyarázó tényezők hatása a fogyasztói árindexre *			
		bérek és kereset	reguláció (ár és adó)	forint/euro árfolyam	egyéb tényezők**
Élelmiszerek	0,9	0,09		0,02	0,05
feldolgozatlan	3,7	0,14		0,00	0,09
feldolgozott	-0,5	-0,05		0,02	-0,03
Iparcikkek	0,8	0,06		0,13	
Piaci szolgáltatások	0,9	0,16		0,03	
Piaci energia	3,2			0,00	0,04
Járműüzemanyag	0,2		0,01		
Alkohol, dohányáru	-0,8		-0,07	0,00	
Regulált árak	2,2		0,39		
Fogyasztói árindex	0,9	0,32	0,33	0,19	0,10

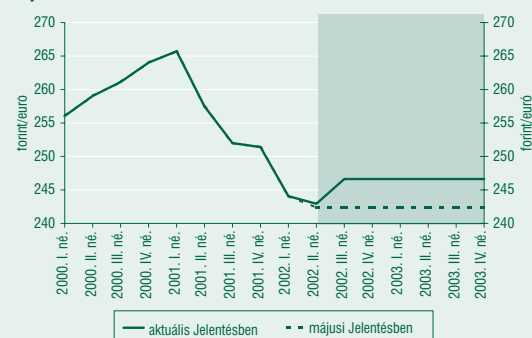
* Súlyozottan. ** Egyéb tényezők: olajár, importált infláció, dollár/euro árfolyam és mezőgazdasági árak.

Tábla 1-5. Az inflációs alap-előrejelzés feltevései

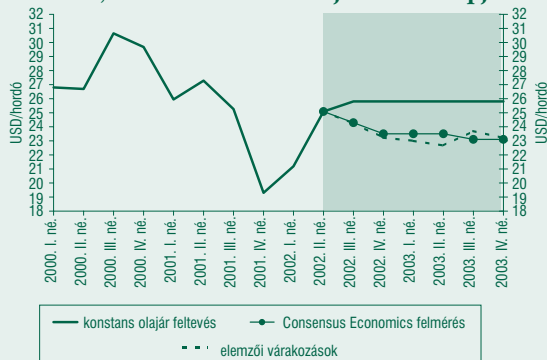
	2001 tény	2002. májusi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben	
		2002	2003	2002	2003
Forint/euro árfolyam (Ft)	256,6	242,3		246,6	
Dollár/euro árfolyam (cent)	89,6	88,4		99,2	
Brent olajár (dollár/hordó)	24,4	25,5		25,8	
Importált iparcikk-infláció (%) *	1,1	1,1	0,5	0,4	0,5
Fogyasztás növekedése (volumen)**	5,3	6,1	4,4	9,8	7,1
Versenyszféra bérinflációja	14,2	11,2	7,5	13,0	5,0

* évesített havi növekedési ütemek átlaga, német adatok

** lakossági vásárolt fogyasztás éves növekedése

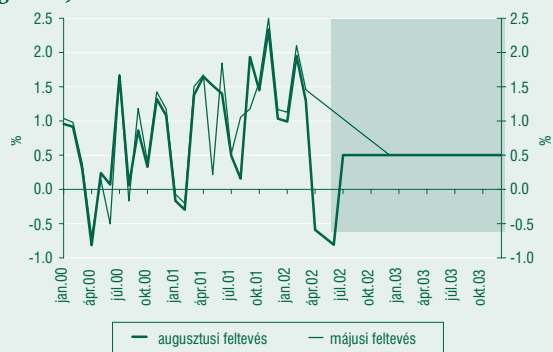
Ábra 1-6. A forint/euro árfolyam feltételezett pályája a májusi és az aktuális előrejelzésben

Ábra 1-7. A Brent olajár feltételezett pályája konstans, illetve elemzői előrejelzések* alapján



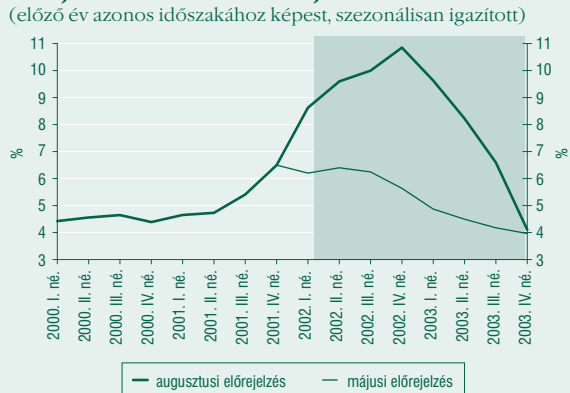
*Az „elemzői várakozások” adatsor az MNB gyűjtésű adatok átlagát tartalmazza; a Consensus Economics felmérés a július 15-i kérdés alapján készült

Ábra 1-8. Az importált iparcikk-infláció* feltételezett pályája a májusi és az aktuális előrejelzésünkben (évesített változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)

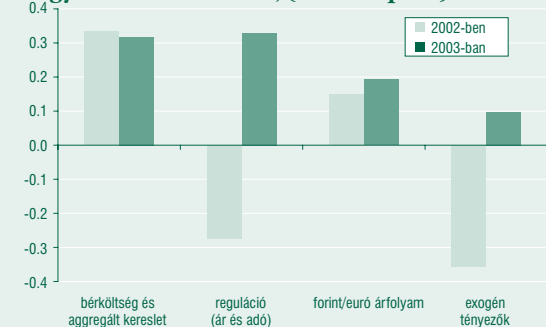


* német iparcikk infláció (COICOP elnevezéssel „Non-energy industrial goods”, Eurostat NewCronos kódja *igoodsxe*)

Ábra 1-9. A lakossági fogyasztás feltételezett pályája a májusi és az aktuális előrejelzésben (előző év azonos időszakához képest, szezonálisan igazított)



Ábra 1-10. A fogyasztói árindex aktuális és májusi prognózisa közti eltérést magyarázó tényezők hatása a fogyasztói árindexben, (százalékpont)



A német iparcikkek tavaszi deflációja értékelésünk szerint átmeneti, ezért nem építjük be teljesen a jövőbeli árpályába. A defláció átmeneti jellegét sejteti az is, hogy az euró övezetben az iparcikkek inflációja inkább stagnálást mutat. Így az olcsóbb import iparcikkek árának hatása a belföldi dezinflációban főleg rövid távon hat.

A munkapiacra a 2002-es magas versenyszférai béremelkedés és a kormányzati intézkedések hatása legutóbbi prognózisunkhoz képest jelentősen megnövelik a lakossági jövedelmeket. Ennek keresleti oldali inflációs hatása a jövő év nagyobb részére is áthúzódik, ami elsősorban a piaci szolgáltatások, az iparcikkek és élelmiszerek áralakulásában érhető tetten. 2003-ban – a Monetáris Tanács kérésének megfelelően – a versenyszférai bruttó béremelkedésnél a kormány közép-távú programja részeként meghirdetett visszafogását feltételező pályát építettük be az előrejelzésünkbe.

1. 2. 2 Az inflációs előrejelzés részletei

Az exogén tényezők közül az importált infláció belföldi áremelkedést fékező hatása jellemző lesz. A mezőgazdasági áralakulást – az Agrárgazdasági Kutató és Informatikai Intézet (AKII) szakértőivel folytatott konzultációk alapján – úgy ítéljük meg, hogy a mezőgazdasági árak ebben az évben mérsékeltebben, jövőre viszont gyorsabban emelkednek. Az ár- és adószabályozás 2002-ben mérsékli a regulált csoport inflációját, míg fokozza az alkohol és dohánytermékek árnövekedését. 2003-ban – technikai feltételezésünk szerint – ezzel ellentétes hatású folyamatok figyelhetők meg. Az endogén tényezők közül a munkaköltség 2002. évi növekedése nem okoz a korábbi prognózissal lényegesen nagyobb kínálati oldali inflációs nyomást, 2003-ban – a Monetáris Tanács feltevése szerint – viszont már inflációt mérséklő tényező lesz. Az idén erőteljesen növekvő lakossági fogyasztás a jövő évben is nagymértékben gátolja a dezinflációt: elsősorban a piaci szolgáltatások körében, de hatással lesz az iparcikkek és a feldolgozott élelmiszerek áraira is.

Az *iparcikkek inflációjára* készült prognózisunk az idei év végén 0,5 százalékponttal, jövő év végén 0,8 százalékponttal magasabb a májusi *Jelentésben* adott előrejelzésnél, azaz nem számítunk az időszak végén sem a teljes iparcikk körben deflációra (de ezen belül a tartós fogyasztási cikkek körében árcsökkenést prognosztizálunk). Ebben tükröződik, hogy a fogyasztás növekedése az iparcikkek iránti keresletet várhatóan erősen megnöveli, aminek hatására elsősorban a nem tartós iparcikkek körében lassabban igazodnak az árak a költségek mérséklődéséhez. Tömpítja a dezinflációt, hogy a forint árfolyama is gyengébb a múltkori előrejelzésben figyelembe vett értékhez képest.

A fogyasztói árindex prognózisunkban a *feldolgozatlan élelmiszerek* inflációja az idén mérsékeltebb, jövőre viszont sokkal erőteljesebb, mint a legutóbbi *Jelentésben*. Általában nem változtattunk a nyers élelmiszerárak alakulásáról alkotott véleményünkön: az előrejelzési időszak végére a májusi prognózissal nagyjából azonos mértékűre tettük a gabona-, zöldség- és gyümölcsárak szintjét. Az eltérés az év eddig eltelt időszakában kialakult árak és a korábbi prognózis különbségéből adódó bázishatásból áll.

A nyers élelmiszerek meghatározó tétele a hústermékek csoportja, amelynél idén – valószínűleg kínálati okok miatt – meg-

figyelhető volt a fogyasztói árak jelentős, júniusig átlagosan 10%-os csökkenése. A sertéshús felvásárlási árának jövőbeli értékére készült prognózisunk annyiban tér el a múltkoritól, hogy a július végén bejelentett exporttámogatás belföldi áremelő hatását beépítettük a sertéshús-árakba. Mivel az ár jelenleg sokkal alacsonyabbról indul, mint az áprilisi tényadatokra épült prognózis, most gyorsabb árnövekedésre számítunk az elkövetkező másfél évben, úgy, hogy a sertéshús ára fokozatosan ismét az EU-átlagár körüli szintre emelkedik.

Amíg az európai országokban a zöldség- és gyümölcsárak emelkedése már az év elején megállt, sőt csökkent, addig a belföldi piacon az ársokk csak több hónapos késéssel csengett le. A termékcsoport rendkívül volatilis ármozgása miatt óvatos becslést alkalmaztunk, trendjében a várható infláció körüli áremelkedéssel számoltunk.

A *feldolgozott élelmiszerek* inflációja emelkedett a májusi prognózishoz képest. 2002-ben részben a második negyedévi nagyobb áremelések hatása okoz magasabb inflációt. Az év végén a valószínűleg növekvő kereslet is hozzájárul a feldolgozott élelmiszerek aktuális és a korábbi prognózisban számolt inflációja közötti differenciához. 2003-ban a munkaköltség relatív csökkenése deflációs hatású, amit lefékezik a nyers élelmiszerek gyorsabb – elsősorban a nyers hús és a gabona két-számjegyű – árnövekedésének átgyűrűző hatása.

A *piaci szolgáltatások* inflációja a korábbi előrejelzéshez képest lényegesen emelkedett: 2002-ben 1,1 százalékponttal, 2003-ban 0,8 százalékponttal. E prognózisban az tükröződik, hogy az idei kétszeres dinamikát mutató fogyasztás a piaci szolgáltatások iránti keresletet is lényegesen megemeli, ami a szolgáltatások inflációját 2002-ben gyorsítja. 2003 elején nagyobb defláció a munkaköltség csökkenése miatt következhet be, amit a fogyasztás hatása miatt a defláció megtorpanása követ a negyedik negyedévig. A keresleti inflációs nyomás tükröződik az inflációs differencia alakulásában is: a piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációja közötti különbség átmenetileg növekszik, és csak 2003 végén süllyed a jelenlegi érték alá.

Mint azt a fejezet elején hangsúlyoztuk, lényegesen módosult a *szabályozott körben* a feltételezett áralakulás. Idén az egyik jelentős változás, hogy a tv-készülék üzemeltetési díjat az év második felétől nem kell fizetni, ami mintegy 0,3 százalékpontos csökkenést okoz a teljes fogyasztói árindexben.⁵ A másik lényeges eltérés a korábban feltételezett árszabályozástól, hogy a vezetékes gáz ára az idén nem emelkedik. Ez, valamint a támogatott gyógyszerek áremelésének elhalasztása az idei deflációhoz további 0,3 százalékponttal járult hozzá.

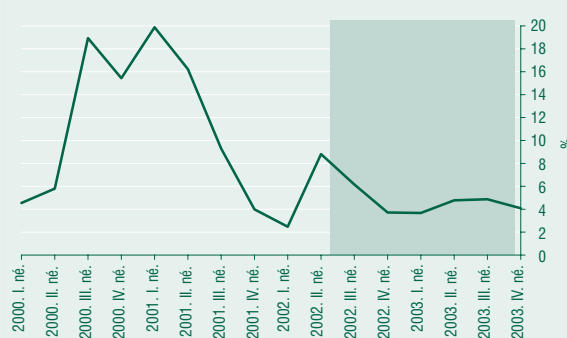
Jövő évre még nincsenek konkrét előirányzatok, eldöntött regulációs mértékek. Így ennek hiányában tartjuk magunkat a májusban kifejtett alapszabályhoz, azaz jövő évre általában most is az inflációs célkitűzéssel konzisztens átlagos áremelkedést vettük figyelembe. Azokban az esetekben, ahol elhalasztották az áremelést, azt a technikai szabályt alkalmaztuk, hogy

⁵ Ld. a július 11-én megjelent KSH tájékoztatóban. A tv-díj csoportban a regulált üzemeltetési díjon kívül az HBO és a kábeltévéziók alapsomagjainak díja szerepel. A KSH a jövőben az utóbbi kettőből egy átlagárat fog számolni, és annak a változását közli. Ez ennek a csoportnak az árindexében mintegy 30%-os csökkenést jelent idén, de jövőre már nem lesz hatása.

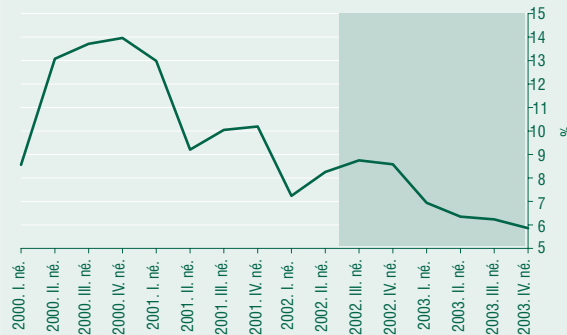
Ábra 1-11. Az iparcikkek inflációjának prognózisa
(évesített változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)



Ábra 1-12. A feldolgozott élelmiszerek inflációjának prognózisa
(évesített változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)



Ábra 1-13. A piaci szolgáltatások inflációjának prognózisa
(évesített változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)



a jövőre korábban feltételezett áremeléshez egyszerűen hozzászámítottuk az idei elhalasztott emelés mértékét. Így jelenlegi előrejelzésünkben 2003-ra 16% vezetékes gázáremelés technikai feltételezését szerepeltetjük. Mindezzel a májusi *Jelentés*-ben szereplő 2003 végi 3,8%-os regulációs árnövekedés-feltevésünk 6,0%-ra emelkedett.

A *járműüzemanyagok* árát részben a világpiaci olajárak, a forint/euró illetve az dollár /euró árfolyamok, részben a jövedéki adó határozza meg. Prognózisunkban a tavaszi importköltség csökkenésének bázishatása jelenik meg egy éves előrejelzési horizonton. Ezen kívül változott július elsején a jövedéki adóemelés mértéke is: a gázolajnál kisebb adóvalorizáció történt. A jövedéki adószabályozás feltevésében is érvényesítjük azt a fenti technikai szabályt, hogy az idén elhalasztódott áremelés a következő évben realizálódni fog. Ezért a korábbi nettó 5 forinton felül a gázolaj esetében az idei elmaradt jövedéki adót is beépítettük a jövő évi árakba.

Az *alkohol és dohányáru* termékcsoport májusban feltételezethez képest eltérő áralakulását is nagyobb részben a jövedéki szabályozás változása okozza. Ez év augusztusában lép életbe a dohánytermékek jövedéki adójának idei másodszori emelése, ami – feltevésünk szerint – a jövő januárra datált emelés előre hozása. Ez a fix adómérték 20%-os emelését, a százalékkulcsban megadott mérték egy százalékpontos növelését jelenti. A dohányárak árát ez mintegy 10%-kal emeli meg, ami a készletek kifizetésének ütemében jelenik meg a kereskedelemben. Ugyanakkor itt is a fent említett technikai szabályt alkalmaztuk: előrehozott érintézkedésről lévén szó, a jövő évi prognózisban a dohánytermékek adószabályát nem módosítottuk.

1. 2. 3 Az inflációs előrejelzés bizonytalansága

Az előrejelzésünk körüli bizonytalanság összességében – a Monetáris Tanács megítélése szerint – 2002 végén szimmetrikus, 2003 végén viszont magasabb infláció irányába mutat. Az inflációs kockázatok meghatározásánál két tényező alakulását tartotta meghatározónak a Tanács: a jövő évre vonatkozó béralku kimenetelét és a szabályozott árak alakulását.

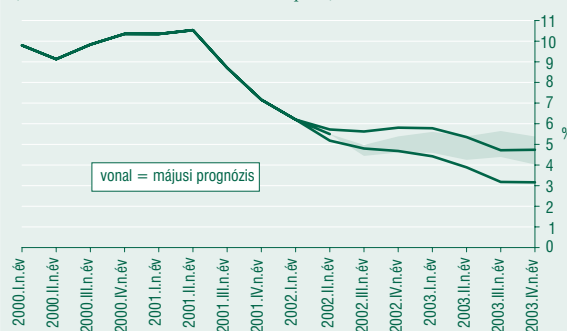
A Monetáris Tanács értékelése szerint a kormány középtávú programjában szereplő, az előrejelzésünkben alapul vett versenyszféra bérpálya egy magasabb infláció irányába mutató kockázatot tartalmaz. Becslésünk szerint minden egy százalékponttal magasabb 2003-as versenyszektorbeli béremelkedés – közvetlen hatásként, legalább – 0,24 százalékponttal emeli meg a fogyasztói árszínvonalat jövő év végén.

Ahogy jeleztük, a Monetáris Tanács döntése alapján előrejelzésünkben egy technikai szabályt alkalmazva számítottuk ki az árregulációs pályát. Ez az inflációs célnak megfelelő áremelkedési ütemekre épül. A Tanács értékelés szerint az alkalmazott árregulációs feltevés is a magasabb infláció irányába mutató kockázatot jelent.

A fenti kockázati tényezők, bizonytalanságok alapján készítettük el az inflációs előrejelzés legyezőábráját, amelynek a legvalószínűbb kimeneteket tartalmazó középső sávja lényegesen elmozdult a májusi *Jelentés*ben közölt legyezőábrához képest: 2002. harmadik negyedévében alacsonyabb, majd egy 5% körül stagnáló inflációs pálya mentén ingadozik, szemben a múltkori dezinflációs képpel.

Készítettünk néhány szimulációt, amely bemutatja, milyen hatása lehet az egyes tényezők változásának az infláció alakulására.⁶ A Monetáris Tanács véleménye szerint a fent említett két, nagyobb kockázatot jelentő tényezőtől az előrejelzés nem tartalmaz nagyobb bizonytalanságot: az árfolyam- az importált infláció és a mezőgazdasági áralakulás szimmetrikus kockázatot jelent, bizonytalanságuk viszonylag mérsékelt.

Ábra 1-14. Az aktuális és a májusi előrejelzés legyezőábráinak középső sávjai*
(előző év azonos időszakához képest)



*a sávok a középső 30 százalékos valószínűségeket fedik le

Tábla 1-6. A legyezőábra sávjainak határai
(előző év azonos időszakához képest)

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

Tábla 1-7. Különböző változások hatása a fogyasztói árindexre 2003 decemberében – szimulációs eredmények –
alap-előrejelzéstől vett eltérés százalékpontban

Tényezők	Forgatókönyv*	Eltérés az alap-előre- jelzéstől
versenyszféra béralku	1 százalékponttal magasabb éves átlagos bérnövekedés a versenyszférában	0,24
regulációs pálya	a regulált árak egységesen 1 százalékponttal nagyobb mértékben emelkednek	0,22
forint/euró árfolyam	5 forinttal gyengébb árfolyam	0,28
Brent olajár	1 dollár/hordó áremelkedés	0,13
importált infláció	0,5 százalékponttal magasabb árszint	0,13
sertéshús	1 százalékponttal nagyobb árnövekedés	0,04
zöldség-gyümölcs	1 százalékponttal nagyobb árnövekedés	0,02
gabona	1000 forint/tonnával drágább ár	0,02

*a szimulációkban az egyszeri sokkok 2003 januárjában lépnek be

⁶ Számításaink az előrejelzéshez használt modellek segítségével készültek, tehát éppúgy bizonytalanságot hordoznak, mint maga az előrejelzés.

2. A konjunktúra alakulása

2.1 Kereslet

Aktuális előrejelzésünk több szempontból is különbözik a májusitól. A friss tényadatok nyomán – más előrejelzőkhöz hasonlóan – némileg pesszimistábbak lettünk a külső konjunktúrát illetően. Emelkedett ugyanakkor a belföldi keresletet meghatározó lakossági fogyasztási és felhalmozási kiadás előrejelzésünk, nagyrészt a lakossági jövedelem-növekedésre vonatkozó előrejelzésünknek az idei kormányzati intézkedések keresleti hatásával való frissítése miatt. Végül, a jövő évre vonatkozó előrejelzésünk feltételesnek tekinthető: alapját a kormány által meghirdetett középtávú gazdaságpolitikai programban szereplő államháztartási hiány csökkentésének terve és az alacsony versenyszférabeli béremelkedés feltevése képezik.

A májusi *Jelentés*ben azt feltételeztük, hogy főbb kereskedelmi partnereink a konjunkturális fordulóponton túl vannak. Ezzel szemben most úgy látjuk, hogy az első negyedévben a külső konjunktúra fellendülése még nem indult meg. Kereskedelmi partnereink gazdasági növekedése az előző negyedévhez viszonyítva némileg gyorsult ugyan, de a magyar export számára meghatározó Németországban az import előző évi visszaesése tovább folytatódott.

Az első negyedévben a magyar gazdasági növekedés meghatározó tényezője a lakosság fogyasztási kiadásainak növekedése volt. A fogyasztási keresleten kívül az állóeszköz beruházások növekedési üteme is gyorsult az államháztartási beruházások következtében. Az export növekedési üteme lényegesen magasabb volt, mint amekkorát a külső konjunktúra-mutatók magyaráznak. A magas növekedési ütem, ami az importban is éreztette hatását, egyszeri tényezővel volt kapcsolatban.

A KSH első negyedéves adatközlése szerint a készletek és a nem specifikált felhasználás tavaly második félévi csökkenése folytatódott, amit azonban az ipari készletalakulás nem támaszt alá. Ebből arra következtetünk, hogy az első negyedéves adat valószínűleg nagy (negatív) statisztikai hibát tartalmaz.

Jelenlegi előrejelzésünket a májusi *Jelentés* alap-előrejelzésével összevetve hangsúlyozzuk, hogy a fiskális politikában akkor csak azoknak az addig elfogadott intézkedéseknek a keresleti hatását vettük figyelembe, amelyek további döntést már nem igényeltek. 2002-re az akkor számított 1,3%-os GDP-arányos keresletbővítéssel szemben az azóta ismertté váló információk és a kormányprogram intézkedései alapján aktuális előrejelzésünk eléri a 3%-ot. A 2003-ra vonatkozó előrejelzésünk – a Monetáris Tanács kérésének megfelelően – arra alapulnak, hogy a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjában lefektetett pálya valósul meg.

Mindezek következtében a 2002-re és 2003-ra vonatkozó reálgazdasági előrejelzés az előző *Jelentés*hez viszonyítva jelentősen változik. Mindkét évre magasabb lakossági jövedelemnövekedéssel számolunk, ami elsősorban a kormányzati intézkedések miatt következik be. 2002-ben a lakossági jövedelem emelkedésében szerepe van a vártnál magasabb versenyszektorbeli bérnövekedésnek is. Előrejelzésünkben 2003-ra a versenyszektorban – a kormány középtávú programjának megfelelően – a bruttó bérek igen mérsékelt éves átlagban 5 százalékos emelkedésével számolunk. Ez abban az esetben következhet be, ha a bértárgyalásokon a jövő évre ajánlott béremelkedés meghatározásakor figyelembe veszik a bruttó és a nettó bérek növekedése között a nettó bérek javára várható elnyílást.

Tábla 2-1. GDP és komponenseinek növekedési üteme¹³
(éves növekedési ütem, %)

	Tény		Előrejelzés	
	2000	2001	2002	2003
Lakossági fogyasztás	4,1	4,0	7,8 – 8,2 – 8,6	5,30 – 6,0 – 6,7
Háztartások fogyasztási kiadásai	4,4	5,1	9,4 – 9,8 – 10,2	6,3 – 7,1 – 7,9
Természetbeni társ. juttatások	2,8	(-0,3)	1,5	0,8
Közösségi fogyasztás	1,2	0,4	2,0	1,5
Állóeszköz-felhalmozás	7,7	3,1	5,6 – 7,0 – 8,4	3,7 – 6,0 – 8,3
„Belföldi végső értékesítés”*	4,7	3,4	6,7 – 7,3 – 7,9	4,6 – 5,6 – 6,6
Készletfelhalmozás és egyéb nem specifikált felhalmozás	12,6	(-19,4)	(-10) (-18) – (-26)	(-10,0) – 0,0 – (+10,0)
Belföldi felhasználás	5,1	2,1	5,5 – 6,2 – 6,9	4,2 – 5,4 – 6,6
Export	21,8	9,1	3,5 – 5,0 – 6,5	4,8 – 7,8 – 10,8
Import	21,1	6,3	7,2 – 8,6 – 10	5,7 – 8,7 – 11,7
GDP	5,2	3,8	3,5 – 3,8 – 4,1	4,2 – 4,7 – 5,2

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

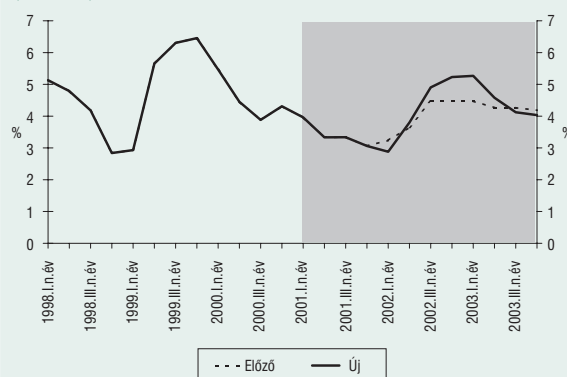
GDP-előrejelzésünket a termelési oldali konjunkturális folyamatok és a felhasználási oldal egyes tételeinek előrejelzése alapján is meghatározzuk. A felhasználási oldal előrejelzéséből a termelési oldalnál magasabb növekedés adódna. Az alapvetően szereplő érték óvatos jegybanki megközelítés az alacsonyabb gazdasági növekedést mutató termelési oldali előrejelzésen alapul. A kétféle megközelítés közötti ellentmondást a „készletek és a nem specifikált felhasználás” sorban oldottuk fel. Konjunkturális szempontból azonban jelezzük, hogy a készletek további leépülésére nem számítunk. Hangsúlyoznunk kell tehát, hogy a GDP-előrejelzésben szereplő készlet és nem specifikált felhasználás előrejelzése nincs összhangban az üzleti ciklus alakulásával, hanem itt jelenik meg a termelési és felhasználási oldal eltérő növekedési üteme.

A várható folyamatokat jól mutatják a konjunkturális folyamatokat leíró, negyedéves növekedési ütemekből számított évesített rövidbázisú indexek. Az idei év első felének csökkenő dinamikáját az év második felében a gazdasági növekedés gyorsulása követi.

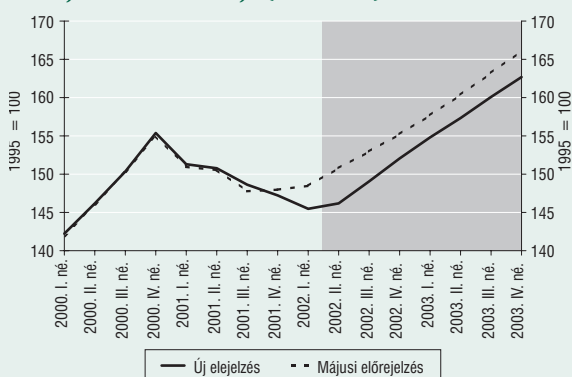
2. 1. 1 Külső kereslet

Úgy véljük, a külső – ezen belül a számunkra meghatározóbb európai – konjunktúra ugyan túl van mélypontján, a fellendülés azonban lassú, lefutásának megítélésében jelentős bizonytalanságok vannak. Főbb kereskedelmi partnereink GDP-je 2002 első negyedévében már egyértelmű növekedést mutatott, ugyanakkor a második negyedévi ipari termelés adatok a fel-

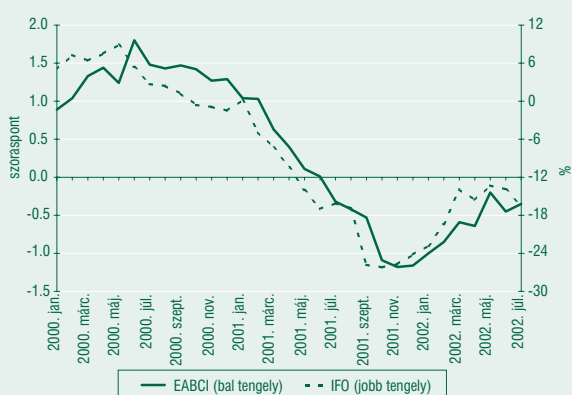
Ábra 2-1. A GDP negyedéves növekedési üteme
(évesített)



Ábra 2-2. A külső kereslet új és előző előrejelzésének szintje (1995=100)



Ábra 2-3. Az euróövezet üzleti bizalmi indexének (EABCI) és a német IFO intézet üzleti klíma indexének alakulása



lendülés megtorpanására utalnak. A GDP-alakulással szemben a magyar termékek iránti külső kereslet még nem jutott túl a mélypontjára, vagyis korábbi várakozásainkkal ellentétben a fellendülés itt még nem kezdődött meg.

A helyzetértékelés bizonytalanságát fokozza, hogy a külső kereslet rövidtávú alakulását legjobban előrejelző külföldi üzleti bizalmi indexek gyorsabban kibontakozó fellendülést valószínűsítettek⁷. Ugyanakkor a külső keresletünkben legnagyobb súllyal bíró Németország második negyedéves adatai továbbra is a belföldi felhasználás stagnálását, az import visszaesését mutatják. Ezen új információk birtokában az előző *Jelentés*ben szereplőhöz képest még alacsonyabb szintre tesszük a külső kereslet pályáját, amely csak a harmadik negyedévtől vesz fel pozitív növekedési ütemet.

A külső kereslet fordulópontja körüli bizonytalanságot már korábbi *Jelentéseink*ben is említettük, s nem első ízben tesszük későbbre a fellendülés kezdetének időpontját. A fordulópont további eltolódása jelentkezik más kutatóintézetek frissített előrejelzéseiben is: az importalapú külső kereslet pályákat egyöntetűen alacsonyabb szintre helyezik korábbi prognózisaihoz képest. Ami változatlanul tekinthető, hogy 2002 második felétől már várható a fellendülés kezdete a külső keresletben, s ez egyezik a mi világmépiünkkel is.

A fordulópont korábban várthoz képesti eltolódása miatt a külső keresletben 2002-ben éves átlagban várhatóan 0,9%-os visszaesés figyelhető meg. Tágabb horizonton azonban kevesebb bizonytalanság látható, így a külső keresleti pálya hosszú távú közgazdasági összefüggések által korábban meghatározott szintjéhez 2003-ban már megindul a felzárkózás, ami miatt jövőre a májusi *Jelentés*ben adottnál magasabb, 7,1%-os növekedést valószínűsítünk.

2. 1. 2 Az államháztartás keresleti hatása

Aktuális becslésünk szerint idén a fiskális keresletbővítés mértéke – a májusi *Jelentés* óta ismertté váló információk és a kormányintézkedések alapján – elérheti a GDP 3%-át. A májusi 1,3%-os becslésben ugyanis csak azoknak az addig elfogadott intézkedéseknek a keresleti hatását vettük figyelembe, amelyek további döntést már nem igényeltek. 2003-ra a fiskális politika célkitűzését véve alapul hozzávetőleg 2,4%-os keresletszűkítés adódik.

Tábla 2-2. Az államháztartás keresleti hatásának alakulása (a GDP százalékában)*

	1999	2000	2001	2002	2003****
	tény	tény	előzetes	várható	feltevés
1. SNA operacionális deficit** változása (2+3)	-1,0%	-0,9%	1,7%	3,2%	-2,5%
2. Közvetett keresleti hatás (reálkamat változás)	-0,4%	-0,3%	-0,3%	0,1%	-0,1%
3. Közvetlen hatás (4+5) (SNA elsődleges egyenleg változás)	-0,6%	-0,6%	2,0%	3,0%	-2,4%
4. GFS elsődleges egyenleg változása	-1,3%	1,2%	0,5%	2,5%	n/a
5. Egyéb tényezők változása (SNA korrekciók)***	0,7%	-1,8%	1,5%	0,5%	n/a

*A keresleti hatás számításánál az SNA elszámolást vesszük alapul. ESA módszertan alapján számolt deficitet tartalmi és módszertani okokból nem jelzünk előre. ^a A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülést jelzi, a kerekítések miatt a részoszszégek nem feltétlenül adják ki az egészet.

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

*** Az egyéb keresleti tényezők a kereslet szűkítésének vagy bővítésének olyan csatornái, amelyek a hivatalos elsődleges egyenleg alakulásában nem tükröződnek. Ide soroljuk például a Magyar Fejlesztési Bank, az ÁPV Rt. a Nemzeti Autópálya Rt. és a letéti számlák keresleti hatását.

**** A kormány középtávú fiskális célkitűzéséből levezetett feltevés, amely a keresleti hatás egészére, nem a részleteire vonatkozik.

⁷ A havi gyakoriságú bizalmi indexek májusig egyértelműen gyors fellendülésre utaltak, ugyanakkor a júniusi, de különösen a júliusi adatok az üzleti bizalom ismételt visszaesését mutatják, további kétségeket ébresztve a fellendülés erejét illetően.

⁸ Ennek magyarázatáról ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*, 17. fejezet.

Az idei évre becsült keresleti hatás nagymértékű növekedésének meghatározóan az az oka, hogy a májusi előrejelzés óta ismertté vált intézkedések 1,3%-kal bővíthetik a keresletet.⁹ Mindezt tovább növeli, hogy a bázisidőszak előzetes tényezői 0,15%-kal alacsonyabbak lettek. További 0,35%-os keresleti hatást jelentenek a fiskális folyamatok – az önkormányzatok beruházási és dologi – többletkiadásai valamint a kvázi fiskális kiadások hatásának pontosítása. A makrogazdasági folyamatok – eltekintve a száznapi program hatásától – a korábbi előrejelzésnél 0,1%-kal magasabb bevételt eredményezhetnek, tehát ennyivel mérséklék a kereslet bővülését.

2003-ra a Monetáris Tanács kérésére a kormány által meghirdetett középtávú program fiskális célkitűzésének teljesülésével számolunk, amely szerint az ESA módszertan szerint számolt államháztartási hiány jövőre a GDP 4,5%-ra csökken. Saját becslésünk szerint – a GDP arányos kamatkidás 0,3%-os csökkenése esetén – a kormány célkitűzése az elsődleges egyenleg szintjén 2,2%-os GDP-arányos szűkítést jelent 2003-ban.¹⁰ Feltételeztük továbbá, hogy a nyugdíj járulék magánpénztárba fizethető mértékének meghirdetett 6%-ról 8%-ra történő növelésére 2003 januárban sor kerül. Ez azt jelenti, hogy a GDP-arányos elsődleges egyenleg javulását korrigálva a kieső bevétel nagyjából 0,2%-os hatásával, a kereslet szűkítése összességében eléri a GDP 2,4%-át.¹¹

A fiskális keresleti hatás egyes komponensei közül kiemeljük, hogy az államháztartásban kifizetett *bruttó keresettömeg* esetében idén a májusi alap-előrejelzéshez képest (19,7%) lényegesen nagyobb, 31,0%-os növekedéssel számolunk, figyelembe vettük ugyanis a szeptembertől esedékes 50%-os közalkalmazotti béremelés hatását. A keresettömeg növekedése 2003-ban elérheti a 16,9%-ot, annak ellenére, hogy további diszkrecionális béremeléssel nem számolunk. Jövőre ugyanis teljes évben jelentkezik az 50%-os béremelés hatása és törvényi determinációt jelent a köztisztviselők illetményének emelése is. 2002-ben az eddigi tényszámok alapján a létszám 0,2%-os feltételezett csökkenésével szemben már csak 0,1%-ot valószínűsítünk. 2003-ra a májusi előrejelzésnél nagyobb mértékű, 1%-os létszámcsökkenést feltételezünk.

2002-ben az állam *lakossági transfereinek* növekedése a költségvetés módosítása révén szintén jelentősen meghaladja a korábbi alap-előrejelzést. A nyugdíjasok egyszeri támogatása és az egyhavi családi pótlék kifizetés mellett emelkedik a családi pótlék és az ösztöndíj összege is. Mindezek együtte-

⁹ Ebből a 100 napos program nettó hatása – a svájci indexen a nyugdíjak emelésére gyakorolt közvetett hatással együtt – meghaladja a GDP 1%-át. Számításba vettük továbbá az agrárgazdaságnak nyújtott transfereket és a megemelt általános tartalék további kiadásokra történő felhasználását. Ugyanakkor – részben konkrét nyilatkozatok, részben saját becslések alapján – azzal is számolunk, hogy egyes kiadásoknál kisebb mértékű megtakarítás, halasztás is várható.

¹⁰ Technikailag nehézséget jelent számunkra, hogy a keresleti hatás számításához a bázisidőszak (2002) deficitjét ESA szerinti elszámolásban is ismernünk kellene. A GFS adatok és saját SNA-becsléseink alapján készített becslésünkben ugyanis az ESA deficitet nem tudjuk levezetni (ld. *Kézikönyv* ..., 17. fejezet). Amennyiben azzal technikai feltételezéssel élünk, hogy az SNA és az ESA deficit hasonló mértékben változik, akkor az ESA hiány – a nagyjából 3%-os idei növekedés után – jövőre 2,5%-kal mérséklődik. Ebből a keresleti hatás a szokásos módon adódik, vagyis a deficit változása helyett az elsődleges egyenleg változását vesszük alapul, és ezután korrigálunk a nyugdíjreform hatásával.

¹¹ A korrekciónál abból indultunk ki, hogy a nyugdíj járulék meghatározott részének tökefedezeti pillérbe utalása révén kieső bevétel a deficitet növeli, ugyanakkor feltételezzük, hogy a lakossági keresletre nem gyakorol hatást.

sen az alap-előrejelzésben szereplő 13,2%-os nominális növekedést 17,3%-ra növelik. 2003-ban az áthúzódó hatásokon túlmenően főként a nyugdíjasokat érintő intézkedések valószínűsíthetőek, ennek alapján a transzferek nominális növekedése elérheti a 11%-ot.

A közterhek rendszerének jelentős módosulása miatt figyelembe vesszük a *bruttó és nettó kereset közötti elnyílás* változását is, mint a lakossági jövedelem alakulásának egyik tényezőjét. 2002 utolsó negyedévében sor kerül a minimálbér adójóváírására, ezzel együtt a nettó kereset éves szinten nagyjából 1,5 százalékponttal haladhatja meg a bruttó keresetnövekedést. 2003-ban az adójóváírás teljes évi hatása, és kisebb mértékben a jövő évi intézkedések általunk becsült hatása további 3,5 százalékponttal növeli a nettó és bruttó keresetek közötti rést.

Az autópálya-építéssel együtt számolt *állami beruházások* volumene 2001-ben az előzetes ténynél 1 százalékponttal alacsonyabb mértékben, 13,4%-kal bővült. 2002-re vonatkozó előrejelzésünket 20-25%-ra emeljük, vagyis a májusban várt 7%-os növekedésnél jóval dinamikusabb bővülésre számítunk. Ennek hátterében nagyobb részt az első negyedéves tényszámok, kisebb részt pedig a prognosztizált beruházási árindex lefelé történő korrekciója állnak. A pénzforgalmi szemléltető beruházási kiadás éven belüli lefutása megváltozott, az év elején gyorsabb, a végén lassabb, a KSH tényszámok pedig arra utalnak, hogy ezek a kifizetések a beruházási statisztikában a korábbinál kisebb időbeli eltéréssel jelennek meg.

¹² A negyedéves tényszámok és a várható folyamatok alapján indokolt volt az idei előrejelzés jelentős korrekciója. A megemelt bázis alapján azonban nem feltételezhető, hogy 2003-ban éves szinten további számottevő volumenbővülés jelentkezhet. Egyrészt idén várhatóan fokozatosan lassul a kifizetések dinamikája. Másrészt a jövő évre vonatkozóan információ hiányában nincsen beruházási kiadás-prognózisunk, a deficit célkitűzésből azonban legfeljebb szinten maradó beruházásra lehetne következtetni.

2. 1. 3 Lakossági fogyasztás, megtakarítás és beruházás

Előrejelzésünk szerint idén a lakosság fogyasztási kiadásai várhatóan 9,8%-kal növekednek, ami a bruttó megtakarítási ráta emelkedésével párosul. Jövőre a Monetáris Tanács kérésére alapul vett – a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjából adódó alacsony 2003-as versenyszférabeli bruttó béremelkedéssel számított – pályához 7,1%-os fogyasztási kiadás növekedés tartozik.

A fogyasztási kiadások prognózisa meghaladja a májusi *Jelentésben* publikáltat (2002-re 6,1%, míg 2003-ra 4,4%), ami két tényezőre vezethető vissza. Nagyobb részt az előző *Jelentéssel* szemben az aktuális előrejelzésünkben már figyelembe vesszük a fiskális politikai intézkedések fogyasztásra gyakorolt hatását mind a két évben. Kisebbségi részt az ismertté vált 2002. első negyedéves fogyasztási kiadás igen gyors növekedése önmagában is egy gyorsabb idei fogyasztás növekedésre utalt.

Tábla 2-3. Éves reálnövekedési ütemek (százalék)

	Reál nettó lakossági jövedelem	Fogyasztási kiadások	Felhalmozási kiadások
2002	11,3	9,8	20–25
2003	6,3	7,1	10–15

¹² Az első negyedévben az államháztartás közvetlen kiadása – ami a GFS deficitben jelenik meg – folyó áron 45%-kal bővült, a következő negyedévekben azonban egyre alacsonyabb növekedési ütemre számítunk.

A fogyasztás idén a második – harmadik negyedévben, indikátoraink alapján, várhatóan továbbra is dinamikusan növekedni fog. A rövidtávú előrejelzéseinkben használt GKI lakossági bizalmi index 2002 második negyedévében az eddigi legmagasabb értékét vette fel, valamint az új gépjármű-értékesítések továbbra is dinamikus növekedtek, ami alátámasztja a fogyasztási kiadások további dinamikus növekedését. A kiskereskedelemi forgalomról rendelkezésre álló április-májusi adatok ugyanakkor azt jelzik, hogy bár az eladások volumene továbbra is erőteljesen növekszik, a növekedés üteme elmarad a korábbi időszakétól. Ennek fényében elképzelhető, hogy a fogyasztási kiadások bővülése az általunk prognosztizáltnál némileg alacsonyabban alakul.

A fogyasztás hosszabb távú alakulásának előrejelzésében, a fiskális politika hatásának számszerűsítésekor már az ismertté vált többlet bérkifizetéseken és juttatásokon túl az adóterhelést érintő tervezett változásokat is figyelembe vesszük (lásd államháztartásról szóló részt). A Monetáris Tanács kérése alapján a 2003-as előrejelzést a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjából származtatható bérpályára alapozzuk, miszerint 2003-ban a csökkenő adóterhelés miatt a versenyszférában alacsonyabb bruttó kereset növekedés valósul meg.

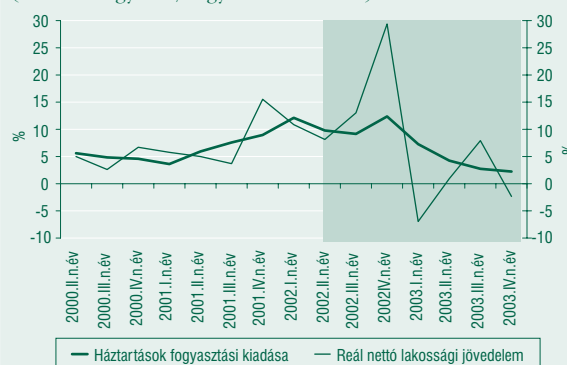
A jövedelem és fogyasztás közötti pontos kapcsolatot az éves indexek, bázishatás miatt nem jól ragadják meg, ezért a folyamatok elemzését a rövidtávú indexeken kell elvégezni. Ábránk mutatja, hogy a fogyasztási kiadások változása „simább” a jövedelem változásánál. Ez a tulajdonság a fogyasztássimítás feltételezéséből adódik: idén a tavalyi évhez képest jelentős jövedelemtöbblet jelenik meg a háztartásoknál, amelyet várakozásaink szerint teljes egészében nem költenek el folyó fogyasztásra, hanem azt részben megtakarításra, illetve felhalmozásra fordítják. Ezt a megtakarítás többletet a 2003-ban várható, 2002-höz képest mérsékelt növekedést meghaladó fogyasztás növekedés finanszírozására fordíthatják.

Ahogy jeleztük, a háztartások jelentős jövedelemnövekedése várhatóan a fogyasztás simító magatartás miatt nem teljes egészében jelenik meg a fogyasztási kiadásokban, azaz a bruttó megtakarítási ráta becslésünk szerint emelkedni fog. A fő bizonytalanság, hogy a bruttó megtakarítási ráta két meghatározó komponense, a pénzügyi megtakarítások és a lakossági felhalmozások között hogyan oszlik meg ez a növekedés. A 2002. első félévi háztartási pénzügyi megtakarításokban nem látszik növekedés, azonban jelentős növekedés a bér és a transzferek értékeiben 2002 második félévében várható, ami várakozásaink szerint már a pénzügyi megtakarítási ráta emelkedését is eredményezheti.¹³

A háztartások felhalmozási kiadásainak meghatározó tétele a lakásépítés. Mind a 2002 első félévében átadott lakások száma, mind az ingatlan-hitelek növekedése a felhalmozási kiadások, így a felhalmozási ráta növekedését jelzik előre.

Ábra 2-4. A lakossági jövedelem és a fogyasztási kiadások alakulása

(évesített negyedév/negyedév növekedés)



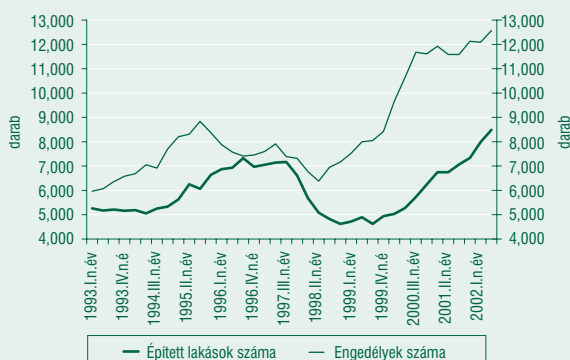
¹³ A nagyszegű jövedelem-kifizetések a bankszámlákra kerülve technikailag rövidtávon mindenképp növelik a megtakarítási rátát.

Tábla 2-4. Megtakarítási ráták¹⁴

	Tény			Becslés	Előrejelzés	
	1998	1999	2000	2001*	2002	2003
Bruttó megtakarítási ráta	15,8	12,6	12,1	12,9	14,1	13,7
Pénzügyi megtakarítási ráta	10,9	7,9	7,1	7,0	8,0	7,4
Operacionális pénzügyi megtakarítási ráta	6,7	4,4	3,7	3,9	5,2	4,4
Felhalmozási ráta	5,4	5,2	5,4	5,7	6,6	6,8

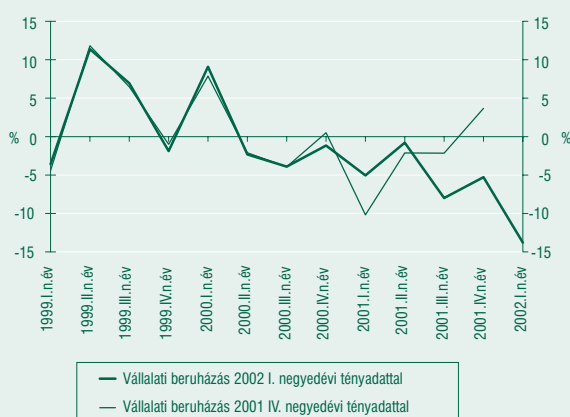
*Lakosság teljes rendelkezésre álló jövedelem csak 2000-ig áll rendelkezésre, így azt 2001-re bruttó keresetösszeg és a pénzbeni társadalmi juttatások segítségével közelítjük.

Ábra 2-5. Lakásépítés és -engedélyek száma

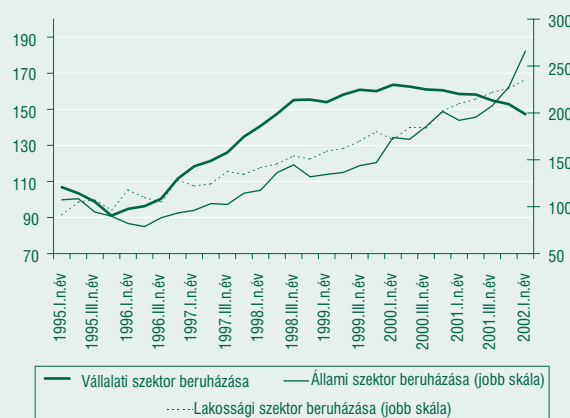


Ábra 2-6. A vállalati beruházás adatok változó megítélése

(negyedév/negyedév évesített növekedési ütemek)



Ábra 2-7. A vállalati, állami és lakossági beruházás alakulása (1995=100)



Előrejelzésünk bizonytalansága abban rejlik, hogy ilyen volumenű lakossági fogyasztásnövekedésre nem rendelkezünk múltbeli megfigyelésekkel. A magas jövedelem és ennek hatására bekövetkező fogyasztásnövekedés, a kínálati viszonyoktól függően, többletinflációt generálhat. Ezt a hatást, úgy véljük, modelljeink alulbecsülhetik. Az alulbecsült infláció következtében ugyanazon nominális bérnövekedéshez alacsonyabb reáljövedelem növekedés tartozik, ami mérsékeltebb fogyasztásnövekedés irányába mutató kockázatot eredményez.

2.1.4 Vállalati beruházás

2002-re a vállalati beruházások 1,5-4,5 százalékos csökkenését, 2003-ban pedig 3,5-7,5 százalékos növekedését várjuk, a meglepően alacsony 2002 első negyedévi tényadattal és a külső kereslet vártnál lassabb élénkülésével összhangban. A nemzetgazdasági beruházások vonatkozásában ugyanakkor a korábbi előrejelzésünket meghaladó (2002-ben 7,0 százalékos, 2003-ban pedig 6,0 százalékos) növekedést prognosztizálunk. A korábbi prognózisunk felfelé módosítását elsősorban az állami beruházások vártnál nagyobb növekedése indokolja, emellett a magasabb lakossági jövedelmekkel összhangban erőteljesebb lakásberuházásokkal is számolunk.

A vállalati beruházások¹⁵ vonatkozásában már a tényadatok megítélése is nagy bizonytalanságot mutat. A vállalati beruházások 2001. negyedik negyedévi növekedése alapján korábban úgy tűnt, hogy a beruházások visszaesése már elérte mélypontját. Ezt támasztották alá a vállalatok konjunktúra-kilátásainak javulására utaló akkori jelek, valamint a kapacitáskihasználtság növekedésére vonatkozó várakozások is (ld. májusi *Jelentésünket*). Ennek figyelembevételével a májusi *Jelentésben* a vállalati beruházások tartós növekedését prognosztizáltuk.

Ezzel szemben azóta azt tapasztaltuk, hogy a vállalati beruházások szintje 2002 első negyedévében jelentősen csökkent,

¹⁴ Bruttó megtakarítási ráta a pénzügyi megtakarítások plusz felhalmozási kiadások mínusz tőketranszferok aránya a korrigált összes jövedelemhez. Pénzügyi megtakarítási ráta alatt a pénzügyi megtakarítások korrigált összes jövedelemhez viszonyított arányát értjük. Az operacionális megtakarítási ráta a pénzügyi megtakarítási rátából kiszűri a kamatokba foglalt inflációs kompenzációt. Felhalmozási ráta a lakosság felhalmozási kiadásainak (döntően lakás- és garázsépítés) aránya a korrigált összes jövedelemhez. A korrigált rendelkezésre álló jövedelem az összes jövedelemen kívül tartalmazza még a természetbeni társadalmi juttatást és a nyugdíjpénztári megtakarításokat is.

¹⁵ Az elemzésre használt vállalati beruházás-idősor az MNB saját becslése. A KSH egyrészt csak éves szinten közöl a teljes vállalati körre vonatkozó beruházás számokat. Másrészt, az általunk használt vállalati beruházás a KSH módszertannal szemben az autópálya-építésekhez kapcsolódó beruházásokat nem tartalmazza, mert ezeket az állami szektor beruházásainak tekintjük.

ezen belül pedig a feldolgozóipari beruházások visszaesése az átlagosnál nagyobb mértékű volt. Ez az új információ a 2001. negyedik negyedévi tényadat megítélését is módosította: a beruházások visszaesésének mélypontja jelen pillanatban nem ítéltető meg egyértelműen.

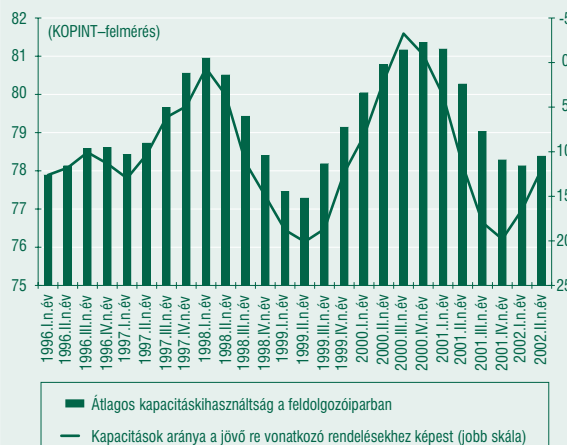
2002 első negyedévében a nemzetgazdasági szintű beruházások – a vállalati szektor beruházásainak csökkenése ellenére – a korábbi időszakot meghaladó mértékben bővültek. Ez elsősorban az állami beruházások 38%-os növekedésének tulajdonítható, amelyen belül az autópálya-nélküli beruházások is mintegy 28%-kal emelkedtek. A lakossági szektor beruházásai továbbra is 10% fölötti ütemben bővülnek, ami a lakáspiaci konjunktúra töretlenségét jelzi.

A következő időszakra a vállalati beruházásokra vonatkozó prognózisunkban kisebb növekedést feltételezünk, mint korábban. Ez az első negyedévi tényadat mellett a külső keresletre vonatkozó várakozásaink visszafogottságát is tükrözi. Ráadásul a hazai konjunktúra megítélése is lényegesen bizonytalanabb most, mint amilyen három hónappal ezelőtt volt (ld. terelés fejezet). Ezzel szemben vannak olyan jelek is, amelyek a vállalati beruházások élénkülését vetítik előre. Egyrészt a második negyedévben is folytatódott a beruházási import erőteljes növekedése. Kérdéses azonban, hogy ennek mekkora hányada a nem vállalati szektor által előidézett importbővülés. Másrészt a Kopint-Datorg konjunktúra-felméréséből származó kapacitáskihasználtság adatok azt mutatják, hogy a második negyedévben a kapacitások kihasználtsága 2000 vége óta először ismét növekedni kezdett. Ezt a tendenciát erősítik a jövőbeni kapacitáskihasználtságra vonatkozó várakozások is, amelyek a kapacitáskihasználtság további emelkedését prognosztizálják. Ugyanakkor az, hogy a vállalatok milyen kapacitáskihasználtság szint mellett döntenek a kapacitásaik bővítéséről nehezen megítélhető. A fentiek figyelembevételével 2002-ben a vállalati beruházások 1,5-4,5% közötti csökkenését várjuk, amelyet az előrejelzésünk szerint 2003-ban egy dinamikus 3,5-7,5% közötti bővülés követhet a külső konjunktúra fellendülésével összhangban.

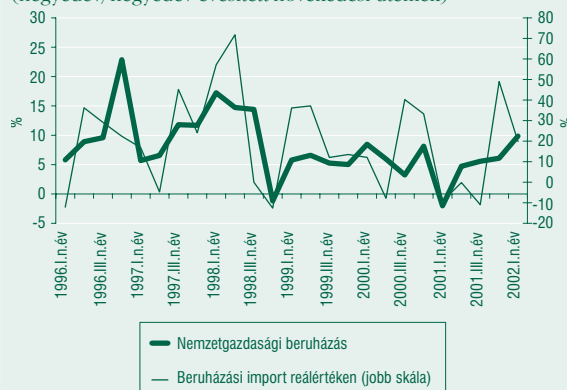
A nemzetgazdasági beruházások vonatkozásában a korábbi előrejelzésünket felfelé módosítottuk. A vállalati szektor alacsonyabb növekedésével szemben ugyanis az állami és lakossági szektor erőteljesebb beruházási dinamikáját prognosztizáljuk. Úgy véljük, hogy rövid távon az erőteljes első negyedévi növekedés mindkét szektorban fennmarad. Ezt mutatja az első negyedév dinamikus beruházási import-növekedése, valamint az építőipar termelésének magas növekedési üteme. Hosszabb távon az állami beruházások esetén a költségvetési irányelvekkel összhangban álló beruházási kifizetésekkel számolunk, amelyek azonban kifizetések és az aktiválás közötti átfutási idő miatt még nem mutatnak drasztikus visszaesést a 2003-as beruházási számokban. Ezen feltételezés mellett 2002-ben 20-25 százalékos állami beruházás-növekedés adódik, 2003-ban pedig az állami beruházások közel szinten maradásával számolunk. A lakossági beruházásoknál a lakossági jövedelemalakulással összhangban álló bővüléssel számolunk, ami 2002-ben 20-25 százalékos, 2003-ban 10-15 százalékos volumenindexet jelent (ld. lakossági fogyasztás fejezet).

A fentieknek megfelelően nemzetgazdasági szinten 2002-ben 7 százalékos, 2003-ban pedig 6 százalékos beruházási növekedést prognosztizálunk.

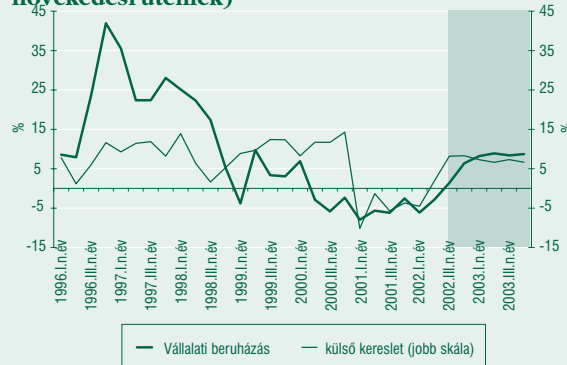
Ábra 2-8. Jelenbeli és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban
(KOFINT-felmérés)



Ábra 2-9. A nemzetgazdasági beruházás és a beruházási import
(negyedév/negyedév évesített növekedési ütemek)



Ábra 2-10. A vállalati beruházás előrejelzés és a külső kereslet (negyedév/negyedév évesített növekedési ütemek)



2. 1. 5. Készletberuházás

A vállalatok készletberuházásainak elemzése elsősorban a konjunktúra előrejelzésében lehet segítségünkre. A készletek szintjének változtatása ugyanis az az eszköz, amellyel a vállalat a termelési és értékesítési kilátások változására a leggyorsabban reagálhat. Ennek megfelelően a készlet szint változása a konjunkturális helyzet változásának megelőző jelzőszáma lehet.¹⁶ Korábbi *Jelentéseinkben* már többször hangsúlyoztuk, hogy a konjunktúra felívelő szakaszában a jelenleg alacsony készlet-szint feltöltésére, és így a készletállomány (elsősorban a vásárolt készletállomány) növekedésére számíthatunk. Ezzel szemben a GDP első negyedévi tényadata igen jelentős készletleépülést mutatott. A GDP-statisztika mellett azonban még további két statisztika is rendelkezésre áll a készletek elemzésére.

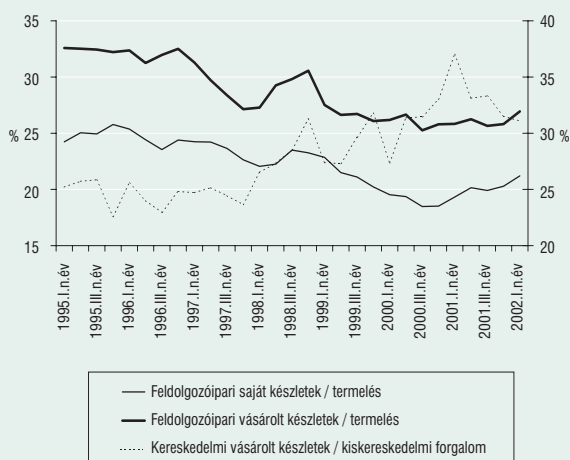
A KSH készletstatisztikája szerint a nemzetgazdasági készletállomány három fő komponensét a feldolgozóipari vásárolt készletek (40%), a feldolgozóipari késztermék-készletek (30%), és a kereskedelmi vásárolt készletek (20%) alkotják. Első lépésben érdemes ezen komponensek termeléshez vett arányait vizsgálni.

A feldolgozóiparban mind a vásárolt, mind a késztermék-készletek termeléshez vett arányai hasonlóan alakultak az elmúlt időszakban. Érdekes, hogy sem a vásárolt, sem a késztermék-készlet vonatkozásában nincs jele a nem szándékolt készletfelhalmozásnak, ami arra utal, hogy a jelenlegi visszaesés nem érte olyan váratlanul a feldolgozóipari cégeket, mint az orosz válság idején. Ugyanakkor feltűnő, hogy a készlet/termelés arány korábbi évekre jellemző csökkenő trendje (amely a készletezési hatékonyság növekedésével volt összefüggésben) ellaposodott, sőt a készletarányok emelkedni kezdtek. A késztermék-készletek termeléshez viszonyított arányának 2000 vége óta tartó növekedése az értékesítési nehézségek elhúzódását mutatja. A vásárolt készletarány első negyedévi megugrása ugyanakkor már a termelési kilátások javulásával is összhangban állhat.

A kereskedelem vásárolt készleteinek kiskereskedelmi forgalomhoz vett aránya a feldolgozóipari készletekkel ellentétesen mozogott. A hosszú távú trend a kereskedelmi készletek esetén emelkedő volt, majd 2000 végétől az arány a kiskereskedelmi forgalom élénkülésével csökkenni kezdett. Összességében a KSH készletstatisztikai adatai azt mutatják, hogy a nemzetgazdasági készletállomány 2002 első negyedévében növekedett, megerősítve a készletek növekedésére vonatkozó elképzeléseinket.

Ha az ipari késztermék-készletek összetételét is megvizsgáljuk¹⁷, akkor további információkat nyerhetünk a konjunktúra alakulására vonatkozóan. A 2000 végén kezdődő dekonjunktúrára a beruházási javak készletei reagáltak a leggyorsabban,

Ábra 2-11. A feldolgozóipari és kereskedelmi készletek folyó áras arányai



¹⁶ A készletek és az üzleti konjunktúra ciklusok együttmozgását a februári Jelentés Aktuális kérdések fejezetében elemeztük. Az ott tett megállapításainkhoz egy újabb adalék az ECB Monthly Bulletin-jában (2002. június) megjelent elemzés, amely az EU üzleti ciklusait vizsgálja a kilencvenes években. A vizsgálat egyik következtetése, hogy az EU-ban a készletváltozás az üzleti ciklus jó előrejelző indikátora, mivel az üzleti ciklussal azonos mozgást végez úgy, hogy egy negyedévvél megelőzi azt. A hazai készletstatisztikák elemzési lehetőségeiről ld. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához 9. fejezetét

¹⁷ A késztermék-készletek összetételének számításához a KSH iparstatisztikai adatait használtuk. A rendeltetés szerinti folyó áras termelés és értékesítés adatok különbségét képeztük, amelyet így a késztermék-készlet változás mutatójának tekintünk.

2001 elején ezek a készletek már csökkentek. A továbbfelhasználásra kerülő (intermediér) termékek készletei ugyanakkor a feldolgozóipari termelés visszaesése nyomán felduzzadtak, és csak 2001 második felében kezdtek csökkenni. Az ipari késztermék készlet szint ezen időszakbeli emelkedését az élelmiszer-készletek növekedése biztosította. Az idei év első felében ugyanakkor az élelmiszerek készletnövekedéséhez való hozzájárulása csökkent, és megindult a beruházási és az intermediér készletek feltöltése. A feldolgozóipari késztermék-készlet növekedés ilyen összetétele szintén a konjunktúra élénkülésére utalhat.

2. 1. 6 Külkereskedelem

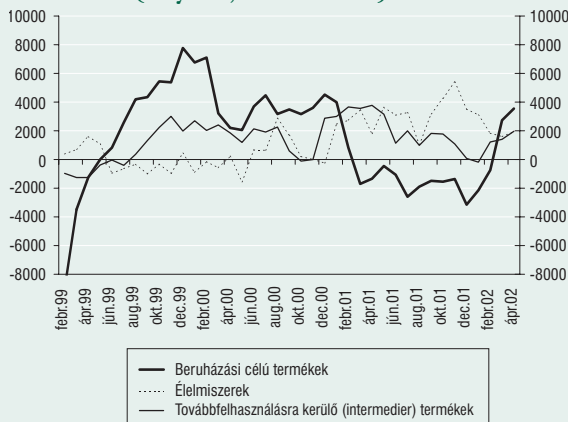
A GDP-szerinti áru- és szolgáltatás-export idén várhatóan mintegy 5%-kal, jövőre pedig 7,8%-kal bővül, ami valamelyest elmarad a májusi *Jelentésben* közölt előrejelzéseinktől. Ez főként a külső kereslet visszafogottabb növekedésének a következménye. Az import esetében azonban előrejelzésünk emelkedett: idén 8,6%-os, jövőre pedig 8,7%-os növekedést valószínűsítünk, mert korábbi előrejelzésünkhöz képest a belföldi felhasználás komponenseiben erőteljesebb dinamikát feltételezünk.

A tavalyi konjunkturális visszaesést követően az idei első negyedévben mind az export-, mind az import váratlanul magas növekedést mutatott, ami a továbbra is csökkenő külső kereslettel nem volt magyarázható. A kiugró növekedési ütem egy nagy volumenű export- és importforgalmat bonyolító vállalkozás első negyedévi felfutásának tulajdonítható, amely azonban a második negyedévben beszüntette magyarországi tevékenységét. Így, a külső konjunktúra elhúzódó visszaesése ellenére, szintjében mind az export- mind az importpálya egy szeri jelentős felfelé tolódást mutat. A második negyedévi vámt statisztikai adatok azonban arról tanúskodnak, hogy a növekedési ütemek tekintetében a külkereskedelmi folyamatok már a külső keresleti pályához igazodnak, s érdemi fellendülés csak 2002 második felében várható majd.

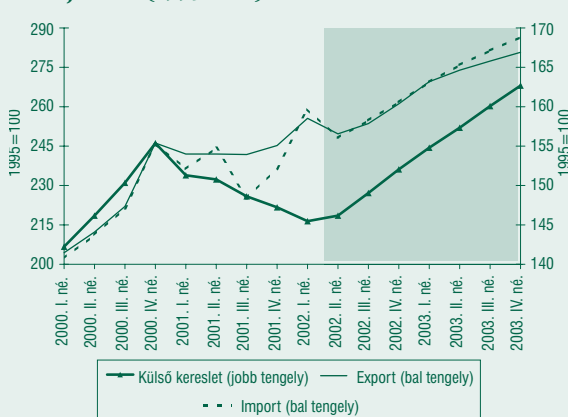
Az áruexportban 2002 második felében várakozásaink szerint már erőteljesen érzékelteti hatását a tavalyi reálfelértékelődés, ezért még a magas első negyedévi növekedés mellett is kissé alacsonyabbra tesszük az export bővülését. 2003-ban a külső kereslet élénkülése mellett pedig a 2002-es reálfelértékelődés áthúzódó hatása érződik az áruexport alakulásában. Az alacsonyabb 2002-es bázison azonban valamivel élénkebb éves átlagos bővülés várható jövőre az exportban a májusi *Jelentésben* szereplőnél.

Az áruimport esetében a gyors ütemben növekvő belföldi felhasználás az exporténál intenzívebb bővülést eredményez már 2002-ben is. Bár a termelés oldaláról az import növekedése nem egyértelmű, a készleteknek a konjunkturális folyamatokkal leginkább összefüggő mutatószámai már a vállalkozások várhatóan növekvő aktivitására utalnak, így az import gyorsabban nőhet. 2003-ban a belföldi felhasználás kevésbé erőteljes növekedése ellenére a külső konjunktúra intenzív kibontakozása az importot továbbra is magas növekedési pályán tartja. Összességében, bár a konjunktúra fellendülése a vártnál elhúzódóbb, 2002-ben a nettó export hozzájárulása a gazdasági növekedéshez a korábbi évekkel szemben negatív lesz, ami a külső kereslet 2003-as fellendülése mellett továbbra is fennmarad, noha mértéke enyhül.

Ábra 2-12. Az ipari késztermékkészlet-változás összetétele (folyó ár, millió forint)



Ábra 2-13. A külső kereslet, az export és az import előrejelzése (1995=100)



A szolgáltatások körében az idegenforgalom bevételi oldalát érinti leginkább a külső konjunktúra elhúzódó gyengesége: a korábban vártakkal ellentétben 2002-ben nem várunk növekedést, 2003-ban viszont az élénkülés a májusi *Jelentés*-ben szereplőnél is magasabb lehet. A lakossági jövedelmek alakulásához igazodó kiadási oldalon azonban 2002-ben várható kiugró növekedés, amit 2003-ban mérsékeltebb bővülés követ majd. Az egyéb szolgáltatások esetében az áruforgalom alakulásához hasonlóan 2002-ben a behozatalnak a kivitelt meghaladó növekedése várható, ami 2003-ban is fennáll majd, noha a kivitel gyorsabb növekedése miatt a növekedési ütemek különbségének mértéke csökken.

2. 1. 7 Külső egyensúly

A folyó fizetési mérleg hiányát a májusi *Jelentés*-ben előrejelzettnél magasabbra: idén 3 milliárd euróra, jövőre pedig 3,1 milliárd euróra becsüljük, ami a GDP 4,4 és 4,2 százalékát kitevő hiányt jelent.

2002-ben a GDP arányában 2,5 százalékos külső finanszírozási igénynövekedés a fiskális expanzió miatt megnövekedett államháztartási finanszírozási szükséglet következménye. A háztartások rendelkezésre álló jövedelme emelkedik, de fogyasztási és felhalmozási kiadásait ennél gyorsabban növelik, így finanszírozási képességük csökken. A vállalatok finanszírozási szükséglete ebben az évben kisebb mértékű lesz, mert a vállalati szektor rendelkezésre álló jövedelme ugyan csökken a reálfelértékelődés és a lassú munkapiaci alkalmazkodás következtében, de felhalmozási kiadásait ennél nagyobb mértékben fogják vissza.

2003-ra a GDP arányában nem számolunk további külső finanszírozási igény növekedéssel. Az államháztartás finanszírozási igénye ugyanis – a fiskális politika középtávú célkitűzéseinek teljesülése esetén – a GDP 2,5 százalékával csökken. A nagymértékű fiskális keresletszűkítés azért nem okoz nagyobb mértékű csökkenést a külső finanszírozási igényben, mert a magánszektor nettó pozíciója eközben romlik. Az államháztartás hiányának csökkentése a vállalati szektor jövedelmi helyzetét érinti, mivel a már meghozott döntések áthúzódó hatása miatt a költségvetés a háztartási szektor felé szemben 2003-ban is expanzív lesz. A lakosság nettó megtakarítása a GDP arányában kismértékben csökken, ami felhalmozási kiadásait

Tábla 2-5. A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége
(a GDP százalékában)

	2000	2001	2002	2003
	<i>becslés</i>		<i>előrejelzés</i>	
I. Államháztartás*	(-3,8)	(-5,0)	(-7,7)	(-5,2)
II. Magánszektor (1. + 2.)	1,6	3,3	3,7	1,4
1. Háztartások	5,1	5,1	4,6	4,2
2. Vállalati szektor**	(-3,5)	(-1,7)	(-0,9)	(-2,8)
Külső finanszírozási igény (I. + II.)***	(-2,2)	(-1,5)	(-4,0)	(-3,8)
Folyó fizetési mérleg egyenlege	(-2,8)	(-2,1)	(-4,0) (-4,4) (-4,8)	(-3,6) (-4,2) (-4,8)
– milliárd euróban:	(-1,4)	(-1,2)	(-2,7) (-3,0) (-3,3)	(-2,7) (-3,1) (-3,5)

* Speciális mutató a megtakarítói pozíciók elemzésére; nem az államháztartás hiányát mutatja. A fiskális keresleti hatás becsléséhez alkalmazott SNA-deficit mutatóntól is eltér, mert ezt finanszírozási oldalról számítjuk.

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

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

növekedésével magyarázható. A vállalkozások az üzleti ciklussal összhangban ebben az évben már növelik felhalmozásukat, így finanszírozásai igényük nő.

2. 2 Termelés

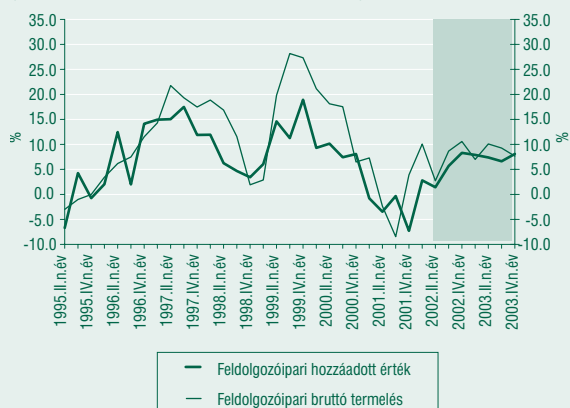
A feldolgozóipari hozzáadott-érték prognózisunkat a korábbi előrejelzésünkhöz képest lefelé módosítottuk. Eszerint 2002-ben a hozzáadott érték 0-1 százalék, 2003-ban pedig 5,5-8,5 százalék közötti növekedését várjuk. A korábbi előrejelzésünk megváltoztatását két tényező indokolta. Egyrészt a külső kereslet vártnál lassabb élénkülése, másrészt a 2002. első negyedévi tényadat is azt valószínűsíti, hogy a korábban jelzettnél alacsonyabb növekedés valósul meg. A feldolgozóipari bruttó termelés ugyanakkor a várakozásainkat meghaladó mértékben növekedett az év első öt hónapjában, amiben véleményünk szerint egyedi, a konjunktúrától független tényezők játszottak szerepet.

Bizonytalanságot okoz, hogy a feldolgozóipari konjunktúra aktuális fázisának megítélése nem egyértelmű. A feldolgozóipari bruttó termelés év eleji felfutása több okból sem ítéltető a fellendülés nyilvánvaló jelének. Egyrészt megfigyelhető, hogy a feldolgozóipari termelés nem egyenletesen bővül, hanem ingadozik: a termelés az év első három hónapjában tapasztalt növekedés után április-májusban már csak stagnált. Másrészt bizonytalanná teszi a tartós fellendülést, hogy a háttérben nem tapasztalhatók a külső konjunktúra javulására utaló jelek. A termelés bővülése csak az ágazatok egy szűk körében, elsősorban a gépiparban és az élelmiszeriparban tapasztalható és a növekedés néhány nagyvállalatra koncentrálódik.

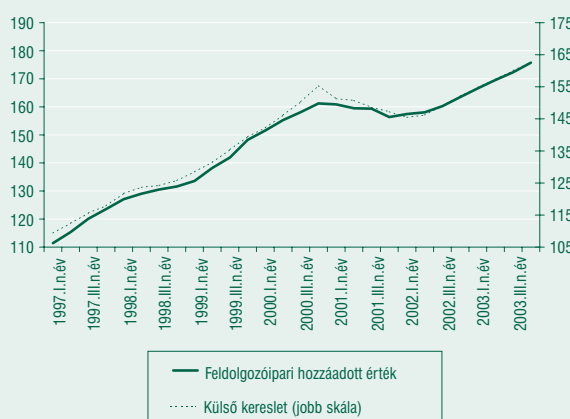
A vállalati konjunktúra-felmérések 2002. első negyedévi eredményei sem utalnak a rövid távú folyamatok kedvező alakulására. Bár a Kopint-Datorg Rt. felmérése szerint az EU-piacokra irányuló exportértékesítési kilátások javultak, a termelési és a belföldi értékesítési kilátások továbbra sem mozdultak el a fél évvel ezelőtti mélypontról. Emellett a GKI üzleti bizalmi indexe az év eleje óta nem javult számottevően, az elmúlt hónapokban a februári érték körül ingadozott. Mindezen tényezők figyelembevételével úgy véljük, hogy a feldolgozóipari termelés első negyedévi felfutása a hazai konjunktúrától független, egyedi hatásokkal magyarázható, az ipari termelés pedig hosszú távon visszatér a külső kereslet által meghatározott szinthez, ami várakozásaink szerint 2002-ben 3,5-5,0 százalék, 2003-ban 6,5-9,5 százalék közötti bővülést tesz lehetővé.

A feldolgozóipari hozzáadott értékre vonatkozó előrejelzésünk alacsonyabb a korábbi *Jelentésben* publikálnál, ami a külső kereslet rosszabb megítélésének és a 2002. első negyedévi tényadatnak tulajdonítható. A bruttó termelés növekedése az első negyedévben a korábbi negyedévhez hasonlóan most is meghaladta a hozzáadott érték növekedési ütemét. A múltban ez a jelenség elsősorban a konjunkturális fellendülés időszakáiban volt jellemző, aminek háttérében több magyarázat állhat. Egyrészt összefügghet a folyó termelő felhasználás, ezen belül pedig a vásárolt készletek konjunktúrával összefüggő ingadozásával (ld. májusi *Jelentésünket*). Másrészt elképzelhető, hogy a hazai vállalati struktúra sajátosságának az eredménye. Abban az esetben ugyanis, ha a multinacionális vállalatok te-

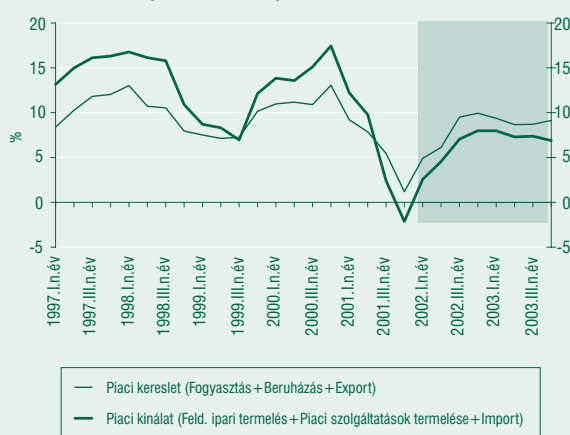
Ábra II-14. Bruttó termelés és hozzáadott érték a feldolgozóiparban (negyedév/negyedév évesített növekedési ütemek)



Ábra 2-15. A feldolgozóipari hozzáadott érték és a külső kereslet prognózisa (1995=100)



Ábra 2-16. ábra: A piaci kereslet és piaci kínálat éves növekedése



vékenysége a fellendülés idején a hazai vállalatokhoz képest relatíve megerősödik, akkor a bruttó termelésben azon vállalatok részaránya emelkedik, amelyek alacsony hozzáadott értéket termelnek. Ennek megfelelően, ha azt feltételezzük, hogy a multinacionális vállalatok továbbra is központi szerepet játszanak a hazai gazdaság fejlődésében, akkor a bruttó termelés dinamikája várhatóan a jövőbeni fellendülések idején is meghaladja majd a hozzáadott érték növekedését.

Mivel a bruttó termelés és a hozzáadott érték közötti eltérés pontos háttéréről nem rendelkezünk elegendő információval, ezért ezt a tényezőt a hozzáadott érték előrejelzésénél nem vettük figyelembe. A prognózisunkban azt feltételeztük, hogy a hozzáadott érték a külső kereslettel összhangban alakul, ez 2002-ben 0-1 százalékos, 2003-ban pedig 5,5-8,5 százalékos bővülést jelent.¹⁸ Ez a növekedési pálya a hozzáadott értéknek a bruttó termeléssel közel azonos dinamikáját jelenti. A bruttó termelés és a hozzáadott érték növekedési ütemei között a múltban megfigyelt eltérést, a centrálisnál alacsonyabb növekedés kockázataként vehetjük számba.

A piaci szolgáltatások 2002 első negyedévében kismértékben meghaladták az általunk korábban prognosztizált értéket. Ennek háttérében a kiskereskedelmi forgalom és a lakossági fogyasztás vártnál magasabb növekedése állt. A piaci szolgáltatások hozzáadott értékére vonatkozó előrejelzésünket ennek megfelelően a keresleti tényezők figyelembevételével alakítottuk ki. A lakossági fogyasztás növekedésével összhangban a korábbi prognózisunkat felfelé módosítottuk: mind 2002-ben mind 2003-ban 5 százalék körüli hozzáadott értéknövekedésre számítottunk a piaci szolgáltatások körében.

A prognózisunk szerint a piaci kereslet növekedése a teljes előrejelzési horizonton meghaladja a piaci kínálat bővülését. Emellett, amint azt a készletberuházásokról szóló részben jeleztük, a jövőben is a készletek gyarapodásával számolunk a konjunkturális helyzet javulásával összhangban. Így a piaci keresletre és kínálatra vonatkozó előrejelzésünk nem „zár” megfelelően, amire nincs közgazdasági magyarázatunk. Technikailag a GDP szintjén a kétféle megközelítés közötti ellentmondást a „készletek és a nem specifikált felhasználás” sorban oldottuk fel, amely tétel előrejelzése így nincs összhangban az üzleti ciklus alakulásával, hanem a termelési és felhasználási oldal eltérő növekedési ütemét tükrözi.

¹⁸ A feldolgozóipar bruttó termelés és hozzáadott érték 2002-re vonatkozó éves indexeinek jelentős eltérése a tényadatokra vezethető vissza. A hozzáadott érték szintje 2001 utolsó negyedévében olyan jelentősen csökkent, hogy a bruttó termeléssel azonos növekedési ütemek feltételezése mellett is csak 2002 harmadik negyedévéig várható, hogy a feldolgozóipari hozzáadott érték meghaladja az előző évi szintjét.

3. Munkapiac és versenyképesség

Mint azt korábbi *Jelentéseinkben* is bemutattuk, a deflációs folyamat reálgazdasági költségei szempontjából kulcsfontosságú a munkapiaci alkalmazkodás mértéke és módja. Előretekintő jellegű és rugalmas bérezési gyakorlat esetén nem kell, hogy a defláció számottevő növekedési áldozattal járjon, mivel a vállalkozások az alacsonyabb inflációs környezethez jelentősebb jövedelemvesztés nélkül alkalmazkodhatnak. Rugalmatlan és visszatekintő jellegű bérezési magatartás esetében viszont a munkaerő relatíve megdrágul, ami a foglalkoztatás és a kibocsátás visszaeséséhez vezethet.

Jelenlegi munkapiaci prognózisaink eltérnek a májusi *Jelentésben* szereplőktől, ami több tényezőre vezethető vissza. A 2002. évi előrejelzés módosítását indokolta egyrészt az, hogy az elmúlt hónapokban korábbi prognózisunknál magasabb bérinflációt mutattak a tényadatok. Másrészt a konjunktúra alakulására vonatkozó becsléseink is változtak, most a korábbiaknál alacsonyabb szintű külső kereslettel és élénkebb belső kereslettel számolunk. Lényeges változás, hogy 2003-as előrejelzésünkben a Monetáris Tanács kérésére a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjában szereplő alacsony versenyszférai bruttó béremelkedést feltételezünk.

Az idei második negyedévi adatok alapján úgy tűnik, hogy egyelőre jelentős bérinfláció-mérséklődés még a feldolgozóiparban sem valósult meg, ahol pedig a nemzetközi verseny miatt a nominális árfolyam fegyelmező szerepének várakozásaink szerint leginkább érvényesülnie kell. A feldolgozóipari bérinfláció stagnálást/enyhe lassulást mutat, miközben a foglalkoztatás az ágazatban – részben konjunkturális okok miatt is – hosszabb ideje folyamatosan mérséklődik. A szolgáltatásokat az élénk belföldi kereslet mellett 2002 második negyedévében magas szinten stagnáló bérinfláció és bővülő foglalkoztatás jellemezte.¹⁹

Korábbi prognózisaink készítésekor arra a feltevésre alapoztunk, hogy a sávszélesítés után egy évvel a nominális alkalmazkodás hangsúlyosabb jeleinek kell már mutatkozniuk, ezért 2002 folyamán – és különösen az év második felében – a nominális bérnövekedés ütemének jelentős lassulását vártuk. A sávszélesítés óta eltelt időszak tényadatait és legfrissebb modellezési eredményeinket figyelembe véve most úgy ítéljük meg, hogy a béralkalmazkodás korábbi becsléseinkhez képest lassabb és elhúzódóbb lehet, a magyar munkapiac ebből a szempontból a vártnál rugalmatlanabbnak tűnik.²⁰ Ez egyben

¹⁹ A munkapiaci elemzéshez használt mutatószámok tartalmáról és az idősorok kezeléséről bővebben ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához* 15. fejezetét.

²⁰ Ld. 5.1. fejezetet.

Tábla 3-1. Összefoglaló munkapiaci adatok
változás az előző évhez képest, %

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

*A 2003-as előrejelzés elsősorban a versenyszektor aggregált szintjén hordoz információt. ** A *Jelentés*ben a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámváltozását korrigáljuk. *** ULC: termékegységre (hozzáadott-érték) jutó munkaerőköltség. **** A kormány középtávú gazdaságpolitikai programja alapján készített feltételezés.

azt is jelenti, hogy a foglalkoztatásra gyakorolt negatív hatás feltehetően nagyobb lesz, mint azt korábban prognosztizáltuk.

Mindezekre tekintettel 2002-re alap-előrejelzésünkben a korábbi *Jelentés*ünkben vázoltnál magasabb bérnövekedéssel és nagyobb létszámcsökkenéssel számolunk.

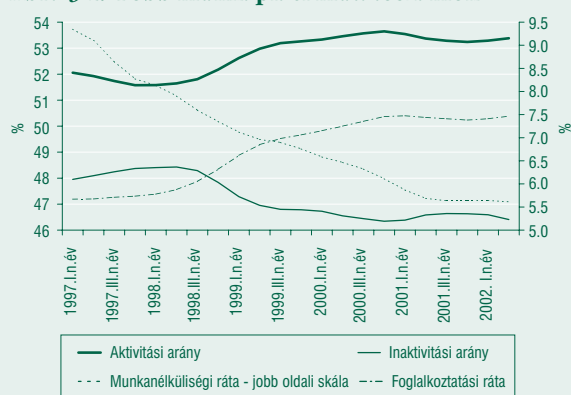
Jövő évre vonatkozó számításaink arra a feltevésre épülnek, hogy a vállalatközi szektorban a bruttó béreket – a kormány középtávú gazdaságpolitikai programjában szereplő megfontolásokra alapozva –, igen mérsékelten emelik. Az elgondolás lényege, hogy a bértárgyalásokon a munkavállalók a bruttó és a nettó bérek növekedése között a nettó bérek javára mutatkozó, saját becslésünk szerint mintegy 3,5 százalékpontos elnyílást is figyelembe veszik. Ez lehetőséget nyújt arra, hogy a tárgyalásokon a munkavállalók számára is elfogadható mértékű nettó reálbér-emelkedéssel járó egyezség alacsony bruttó bér-emelés mellett jöjjön létre.

3.1 Foglalkoztatottság

2002 második negyedében a főbb munkapiaci mutatószámok nemzetgazdasági szinten némi változásra utalnak a korábbiakhoz képest.²¹ Az aktivitási és a foglalkoztatási ráta az előző évi mérséklődés után stagnált/enyhén emelkedett, miközben az inaktivitási ráta kismértékű csökkenést mutatott. A munkanélküliség tekintetében ugyanakkor nincs változás, arányuk a gazdaságilag aktívakon belül 2001 közepe óta stagnál. (A statisztikában mért változások azonban a mintavételi hibahatárokon belül vannak, ezért óvatosan kell őket értelmezni.)

A feldolgozóiparban 2002 második negyedében folytatódott a foglalkoztatás 2000 vége óta tartó visszaesése a havi foglalkoztatási információk alapján.²² Megítélésünk szerint a létszámcsökkenéshez az ágazat konjunkturális helyzete mellett a

Ábra 3-1. Főbb munkapiaci mutatószámok



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

²¹ A lakossági munkaerő-felmérés alapján.

²² Az intézményi munkaügyi statisztika alapján. A tényadatok májusig állnak rendelkezésre, ezért a második negyedévi elemzéshez hiányzó júniusi adatokat statisztikai módszerek segítségével megbecsültük.

magas bérinfláció is hozzájárult. A szolgáltató szektorban a kereslet gyors növekedése miatt élénkebb a konjunktúra, és ez tükröződik a foglalkoztatás folyamatos bővülésében is.

A feldolgozóiparban a létszámcsökkenés mértéke az év első felében nagyjából megfelelt a májusi *Jelentésünkben* feltételezettnek. Ugyanakkor a legfrissebb adatok azt jelzik, hogy a bérinfláció nem mérséklődött számottevően, miközben a munkaerő-felhasználás intenzitása sem erősödött. Ezzel egyidejűleg új előrejelzésünk a korábbi prognózisnál alacsonyabb külső kereslettel számol. Mindezek a tendenciák arra utalnak, hogy 2002 második felében a létszámcsökkenés a feldolgozóiparban az előző *Jelentésünkben* vázoltnál feltehetően nagyobb lesz. 2003-ban a külső konjunkturális helyzet élénkülésével, valamint a bérinfláció feltételezett mérséklődésével összefüggésben – korábbi prognózisunkhoz hasonlóan – már enyhén bővülő feldolgozóipari létszámmal számolunk (a bázishatás miatt azonban az éves index még enyhe csökkenést mutat).

A szolgáltatásokban 2002 első felében a létszám bővülése korábbi előrejelzésünkénél kissé mérsékeltebb volt, amit a vártnál is gyorsabb bérnövekedés, illetve az év eleji minimálbér-emelés feltételezettnél erőteljesebb negatív hatása magyarázhat. A belső konjunkturális helyzet várakozásaink szerint továbbra is élénk lesz, ezért a szolgáltatások területén mind 2002-ben, mind 2003-ban kiegyensúlyozottan növekvő foglalkoztatással számolunk.

Mindezeket figyelembe véve a foglalkoztatottság 2002-ben várhatóan mérséklődik, 2003-ban pedig már stagnál, enyhén bővül. Legvalószínűbb pályaként 2002-ben 0,6%-os csökkenéssel, 2003-ban pedig 0,4%-os növekedéssel számolunk a verseny-szektorban.

3. 2 Munkaerő-tartalékok és szűkösség

A vállalkozások a konjunktúra változásához először a munkaerő-felhasználás intenzitásának változásával alkalmazkodnak. A munkaerő-felhasználás intenzitását az átlagosan ledolgozott munkaórák számával mérhetjük. A fizikai foglalkozásúak által átlagosan ledolgozott munkaórák száma a feldolgozóiparban 2001-ben jelentősen visszaesett, majd 2002 első negyedévében az adatok – a konjunktúra alakulásával összefüggésbe hozható többi mutatószámhoz hasonlóan – a tendencia megfordulására utaltak. A második negyedévi adatok azonban ezt a tendenciaváltozást nem támasztották alá, a munkaerő-felhasználás intenzitása tovább mérséklődött.²³

A gazdaság extenzív bővülése számára munkaerő-tartalékok elsősorban a munkanélküliek (és az inaktívak bizonyos csoportjai) jelenthetnek. A munkanélküliek aránya a gazdaságilag aktív népességben belül 2001 közepétől gyakorlatilag stagnált és ez a tendencia 2002 első felében is.²⁴

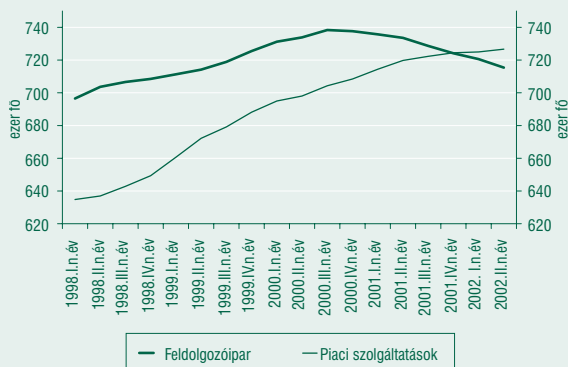
A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma 2002 második negyedévében nem mutatott szignifikáns változást az előző negyedévhez képest.²⁵ Az adott negyedév-

²³ Májusig KSH tényadatok alapján, a júniusi adatot statisztikai módszer segítségével becsültük.

²⁴ A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján.

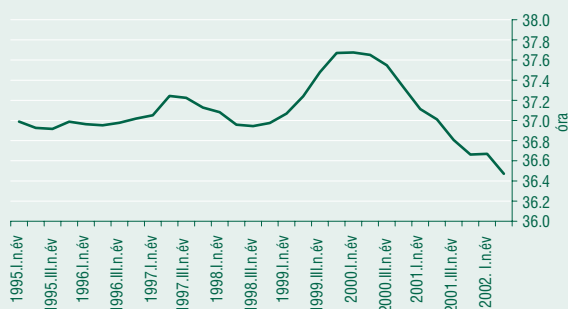
²⁵ Májusig a Foglalkoztatási Hivatal tényadatai. A júniusi adatot statisztikai módszerek segítségével becsültük.

Ábra 3-2. A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása*



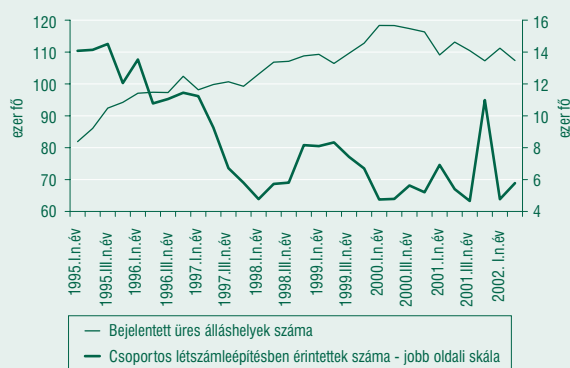
*Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerekkel átszámított, szezonálisan igazított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztikai módszerekkel becsültük.

Ábra 3-3. A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos óraszám a feldolgozóiparban*



*Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított, szezonálisan igazított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztikai módszerek segítségével becsültük.

Ábra 3-4. A bejelentett üres álláshelyek és a csoportos létszámléépítésben érintettek száma*



*Az adott negyedévben beérkezett bejelentések, illetve az azokban érintettek száma, szezonálisan kiigazított adatok (az alapadatok forrása: Foglalkoztatási Hivatal). A csoportos létszámléépítésben érintettek száma májusig állt rendelkezésre, ezért a júniusi adatokat statisztikai módszerekkel becsültük.

ben bejelentett csoportos leépítésben érintettek száma egyébként hosszabb ideje egy viszonylag szűk sávban hullámozik, eltekintve a 2001 első és utolsó negyedévében mutatkozó két magasabb értéktől. Bár elképzelhető, hogy a megugrások összefüggésbe hozhatók a kötelező minimálbér-emelésekkel, de figyelembe kell venni, hogy a mutató általában alacsony értékeket vesz fel, ezért nagyon érzékeny egy-egy egyedi esetre.²⁶

A bejelentett üres álláshelyek száma az első negyedévi enyhe növekedést követően a második negyedévben ismét mérséklődött, ami a 2000 eleje óta tartó csökkenő tendencia folytatódását jelenti.

Mindezeket figyelembe véve korábbi prognózisunkhoz hasonlóan 2002-ben és 2003-ban a versenyszektor aggregált szintjén inkább kapacitásfelesleggel, mint szűkösséggel számolunk. Elképzelhetőnek tartjuk ugyanakkor, hogy bizonyos szektorokban, illetve régiókban szűk keresztmetszetek mutatkoznak, ami hatást gyakorolhat a bérinflációra is.

3.3 Bérinfláció

Az idei év első felében nem mutatkoztak az alacsonyabb inflációs környezethez való nominális alkalmazkodás jelei a versenyszektorban. A feldolgozóiparban, ahol feltételezéseink szerint az alkalmazkodási kényszer a legerősebb, a második negyedévben is folytatódott a bérinfláció elmúlt egy évet jellemző 13-12% körül stagnáló/enyhén mérséklődő tendenciája. A piaci szolgáltatásokban az év eleji gyorsulást követően a második negyedévben 14,5% körül stagnált a bérinfláció az évesített negyedév/előző negyedév index alapján.²⁷

A második negyedévi bérinfláció mind a szolgáltatásokban, mind a feldolgozóiparban magasabb volt, mint azt korábbi előrejelzéseinkben vártuk. A piaci szolgáltatások esetében ezt részben a várakozásoknál is élénkebb belföldi kereslet magyarázhatja.

A feldolgozóiparra vonatkozó korábbi prognózisainkat arra a feltevésre alapoztuk, hogy az exportáló szektorban a romló jövedelmezőség miatt a sávszélesítés után egy évvel már mutatkoznuk kell a nominális alkalmazkodás határozott jeleinek. Ezt a várakozást azonban a 2002. második negyedévi tények sem támasztották alá. Előző *Jelentésünkben* részletesen kifejtettük azokat a hipotéziseket, amelyek a továbbra is magas bérinflációt magyarázhatják (relatív bérszintek hatása, szűk keresztmetszetek, minimálbér-emelés hatása, mérleg csatorna hatás). Változatlanul úgy gondoljuk, hogy ezen hipotézisek, illetve valamely kombinációjuk feltehetően érvényes magyarázatnak tekinthető a nominális alkalmazkodás késésére.

A rövid távú béralkalmazkodásról alkotott elképzeléseinket ugyanakkor árnyalják egy vállalati kérdőíves felmérés tapasztalatai.²⁸ A felmérés megállapításai szerint az exportjöveldmezőség csökkenésére a rövid távú alkalmazkodás során a cégek

²⁶ 2001 utolsó negyedévében például tudomásunk szerint az egyik dél-magyarországi üzemből jelentős elbocsátásra, majd ezt követően közel hasonló mértékű munkaerő-felvételre került sor.

²⁷ Májusig tényadatok, a júniusi adatokat statisztika módszer segítségével becsültük.

²⁸ „Az árfolyámsáv kiszélesítésének hatása – egy követéses vizsgálat tapasztalatai” Gyorsjelentés, MKIK Gazdaság- és Vállalkozáselemzési Intézet, Budapest, 2002. június.

több mint kétharmada a termelési tartalékok feltárással, a piaci orientáció változtatásával reagált, azaz nem a bérnövekedés visszafogásával. A korábban vártnál lassabb béralkalmazkodásra utalnak saját szimulációs eredményeink is.²⁹

Mindezeket figyelembe véve jelenlegi prognózisunk készítésekor 2002-re az előző *Jelentésben* szereplőnél lassabb és elhúzódóbb béralkalmazkodást vettünk alapul. A munkapiaci folyamatok bizonytalanságát figyelembe véve előrejelzésünk szerint 2002-ben a bérinfláció 12,4-13,6% között várható. Ezen belül legvalószínűbb pályaként a korábbi *Jelentésünkben* vázoltnál 1,8 százalékponttal magasabb, 13% körüli bérnövekedéssel számolunk. Mindkét nagy ágazatcsoportban az év hátralévő részében valamelyest mérséklődő, a feldolgozóiparban éves szinten 12% körüli, a piaci szolgáltatásokban pedig 13,9% körüli bérinflációt várunk.

A jövő évre a kormány középtávú programjából kiindulva a versenyszférabeli bruttó bérek igen mérsékelt emelkedésével számolunk. Ennek a feltevésnek a lényege, hogy a bértárgyalásokon a jövő évi béremelés meghatározásakor a gazdasági szereplők figyelembe veszik a bruttó és a nettó bérek növekedése között az utóbbiak javára várható elnyílást. Ez lehetőséget nyújt egy alacsonyabb mértékű bruttó béremelésről szóló megállapodás kötéseire magasabb – a munkavállalók által is elfogadhatónak tartott – nettó reálbér-növekedés mellett.

Számításainkat arra a becslésünkre alapoztuk, hogy a nettó bérek emelkedése jövőre mintegy 3,5 százalékponttal meghaladja a bruttóét. Az előrejelzésben – a kormány programjából kiindulva – azt tételeztük fel, hogy a bruttó nominális béreket 3%-kal emelik a vállalkozások jövőre, ami az adóterhelés csökkenése miatt mintegy 6,5%-os nettó nominális béremelésnek felel meg. Tekintettel az előző és az adott évi béremelések áthúzódó (statisztikai) hatásaira, ez a béremelés – az éven belüli időzítéstől függően – 4-5%-os éves átlagos bruttó bérinflációt eredményezhet 2003-ban.³⁰

Idén az átlagos (egy foglalkoztatottra vonatkozó) munkaerőköltség – hasonlóan az előző évhez – a munkáltatók által a bruttó bérek után fizetett társadalombiztosítási járulék csökkentése miatt a bérinflációnál mintegy 1,5 százalékponttal lassabban emelkedik becsléseink szerint.³¹ Jövőre a bruttó béreken felüli munkaerőköltség-tételekben hasonló változással nem számolunk, így az átlagos munkaerőköltség dinamikája meggyezik a bérinfláció dinamikájával.

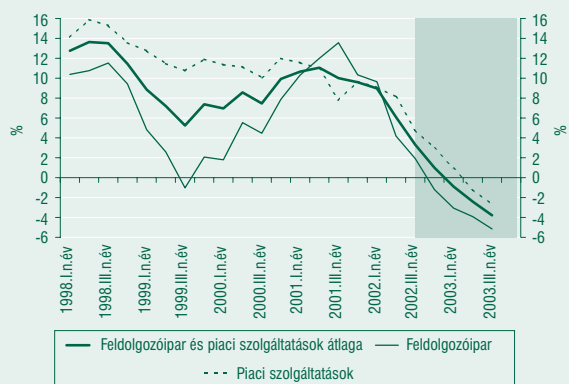
Idei alap-előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a fajlagos, vagyis a termékegységre jutó nominális munkaerőköltség (ULC) dinamikája mintegy 2,5 százalékponttal mérséklődik (az

²⁹ A modellszámításokról ld. az 5.1. fejezetet.

³⁰ Ha egy idősor emelkedést tartalmaz egy adott évben, akkor a rákövetkező évben még zérus további emelkedés mellett is az éves indexek magasak lehetnek. Vagyis az éves átlagos aggregált szintű bérindexekben mutatózó áthúzódó hatások döntően abból erednek, hogy az egyéni béremelések nem az év legelején, azonos időpontban valósulnak meg. Hasonló hatást okoznak a nem rendszeres kifizetések, például a prémiumok, a jutalmak stb.

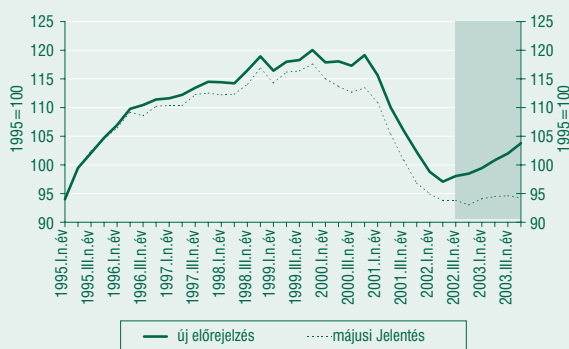
³¹ A munkaerőköltség a bruttó béreken felül tartalmazza a munkavállalók alkalmazásával kapcsolatban felmerült többi munkáltatói költséget is, beleértve a bérek után a munkáltatók által fizetett járulékokat és adójellegű befizetéseket, valamint a munkavállalók kereseten felüli egyéb juttatásait (pl. a munkáltatók által nyújtott természetbeni és szociális juttatások, étkezési hozzájárulások, munkába járással és továbbképzéssel kapcsolatos támogatások stb.).

Ábra 3-5. Termékegységre jutó munkaerőköltség-prognózis (évesített negyedéves növekedési ütemek)*



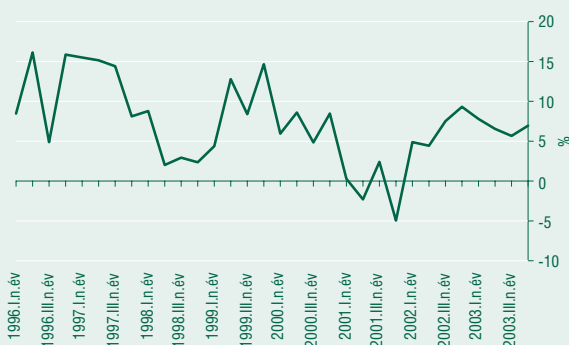
* Szezonálisan igazított adatok, a változás 3 tagú centrális mozgó átlaggal simított. Hozzáadott érték alapján.

Ábra 3-6. A feldolgozóipar fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyamának alakulása*



* A 100 feletti index reálleértékelődést jelent a bázisévhez képest.

Ábra 3-7. A feldolgozóipari termelékenység alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek)



előző évi 10,1%-ról 7,6%-ra).³² 2003-as - a kormány középtávú programjának teljesülését feltételező - előrejelzésünk a feldolgozóiparban számottevően (2,4%-kal) csökkenő, a piaci szolgáltatásokban mérsékelten növekvő, összességében pedig enyhén mérséklődő termékegységre jutó nominális munkaerőköltséggel jár.

3.4 Termelékenység és versenyképesség

A feldolgozóipari versenyképesség alakulásánál némileg leértékeltebb pályával számolunk a májusi *Jelentés*ünkhöz képest. 2002 második felétől kezdődően - a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedésének tulajdoníthatóan - a reálleértékelődés tendenciája megfordul, bár az előző évi magas bázis miatt az éves indexekben továbbra is jelentős 9,5%-os reálleértékelődés várható. 2003-ban - a bruttó bérek emelkedésének a kormány középtávú programja részeként meghirdetett visszafogását feltételezve - már 3,5%-kal leértékelődő reálárfolyamot prognosztizálunk.

A 2002. első negyedévi feldolgozóipari termelékenység adatok irányukban megfeleltek várakozásainknak, a 2001. negyedik negyedévi igen nagy visszaesést mutató adatok után az első negyedév markáns felívelést mutatott, ami alátámasztja azon korábbi vélekedésünket, hogy a korábbi visszaesés csak átmeneti hatásoknak volt tulajdonítható. A felívelés mértéke azonban mintegy 1 százalékponttal kisebbnek bizonyult korábbi prognózisunknál. (erről ld. még a 2.2. fejezetet) A bérköltségek emelkedése megfelelt várakozásainknak, s így összességében a fajlagos munkaköltség 1,5 százalékponttal magasabb lett, mint azt korábban vártuk.³³

Mint említettük alappályánknál 2002 második felében a korábbiaknál lassabb vállalati nominális alkalmazkodást prognosztizálunk.³⁴ 2003-ban pedig - a Monetáris Tanács kérésének megfelelően - a versenyszférabeli bérek igen mérsékelt emelkedésével számolunk. Ezzel egyidejűleg a konjunktúra élénkülése miatt a termelékenység nő, így 2002-ben a feldolgozóipari munkaköltségek növekedésének lassulásával, míg 2003-ban jelentős, 2,4%-os csökkenésével számolunk az előző évhez viszonyítva. A 2002 végétől csökkenő munkaköltségek versenyképesség javító hatását tovább erősíti az előző *Jelentés*ben feltételezethez képest kb. 4 forinttal gyengébb forint/euró árfolyam.

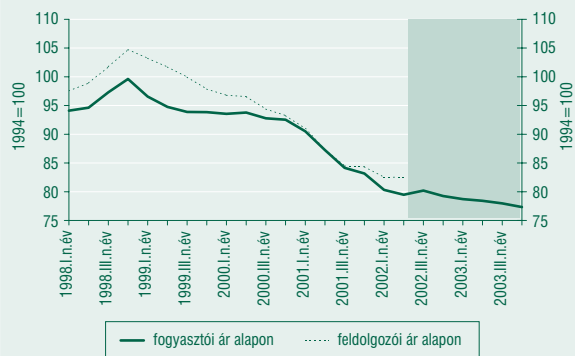
³² Az átlagos munkaerőköltség szintjére vonatkozó becsléseinket revideáltuk a KSH 2000. évi munkaerőköltség-felmérése alapján. A módosítás eredményeként a fajlagos munkaerőköltség szintje alacsonyabbra került korábbi becsléseinknél az elmúlt néhány évben. Ez azt is jelenti, hogy a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam szintje leértékeltebbé vált ezekben az években, mint azt korábbi számításaink mutatták.

³³ Prognózisunk tényekkel való összevetésénél a revízió hatásával korrigáltunk.

³⁴ Mivel nemzeti számla-adatok csak 2002 első negyedévéig állnak rendelkezésünkre, a fajlagos bérköltségek esetében az utolsó tényadat erre a periódusra vonatkozik. Értelemszerűen a tényidőszak elemzésénél is az első negyedéves adatokat elemezzük, annak ellenére, hogy munkapiaci adataink 2002 második negyedévéig is rendelkezésünkre állnak.

Az ár alapú versenyképességi mutatók esetében a *fogyasztói árindex-alapú reálárfolyam* továbbra is jelentősebb mértékben értékelődött fel, mint a *feldolgozóipari ár alapú reálárfolyam*. Ennek fő oka, hogy a feldolgozóipari árakba gyorsabban gyűrűződött be a 2001 óta bekövetkezett nominális árfolyam-felértékelődés, mint a nem kizárólag iparcikket tartalmazó fogyasztói árindexbe. Mostani *Jelentésünkben* a korábbiaknál lassabb dezinflációval számolunk 2003-ban, a magasabb fogyasztói árindex hatását azonban ellensúlyozza az előző *Jelentésünk*nél gyengébb forint árfolyam. Így összességében 2003 végére a korábbiaknál enyhén leértékeltébb reálárfolyammal számolunk.

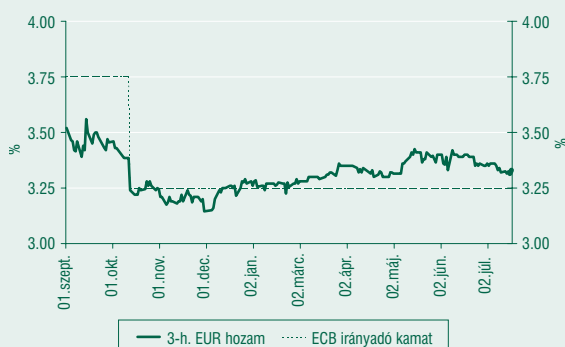
Ábra 3-8. Áralapú versenyképességi mutatók*



* A 100 feletti index reálleértékelődést jelent a bázisához képest.

4. Monetáris folyamatok

Ábra 4-1. Az EKB irányadó kamata és rövid hozamok az euroövezetben



4.1 Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés

Az Európai Központi Bank (EKB) 2001. novembere óta nem változtatott az irányadó kamatán. A piaci szereplők több ízben is számítottak kamatemelésre, amire mind a gazdasági folyamatok, mind pedig egyes hivatalos EKB nyilatkozatok alapot adtak. Mivel a gazdasági jelzőszámokból nem rajzolódott ki egyértelmű kép sem az USA, sem pedig az európai gazdaság kilátásait illetően, az EKB kívárt (lásd: 4.1. ábra). A májusban publikált áprilisi infláció a vártnál magasabb lett (2,2 helyett 2,4%), elsősorban az energiaárak emelkedése miatt. A kamatemelési várakozások június és július folyamán enyhültek, mert a májusi infláció az euróövezetben már 2%-ra mérséklődött, majd júniusban 1,8%-kal az EKB hivatalos középtávú *toleranciasávján belülre került*. Az infláció lassulása elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja mérséklődésének, az energiaárak csökkenésének illetve az euró erősödésének tudható be.

Az euró a dollárral szemben májustól erősödésbe kezdett: a havi átlagos árfolyam az áprilisi 0,88 dollárcentről, májusban 0,917-re, júniusban pedig 0,955-re nőtt úgy, hogy június utolsó napjaiban a paritás közelébe került. Július folyamán 0,97-1,02 közötti sávban mozgott. Az utóbbi évek tapasztalata azt mutatja, hogy az európai konjunktúra nagymértékben függ a globális konjunktúra alakulásától, amit viszont az USA és az ázsiai régió – főleg Japán – teljesítménye is alapvetően befolyásol. Mivel a globális konjunktúra jelentősebb élénkülése a korábbi várakozásokkal ellentétben nem 2002. második felétől, hanem később várható, ez korlátot szab az európai élénkülésnek is. Ebben a bizonytalan helyzetben nem valószínű, hogy az euró dollárral szembeni erősödését az európai konjunkturális kilátásoknak egy esetleges, az USA-val szembeni relatív javulása magyarázza volna. Az euró erősödése feltehetően sokkal inkább a dollár befektetésekkel szembeni bizalmatlanság felerősödésével magyarázható, amihez a növekvő amerikai külkereskedelmi hiány és a gyenge vállalati jövedelmezőség mellett az USA vállalatok pénzügyi helyzetével kapcsolatos bizonytalanság is hozzájárult. A nyár folyamán kibontakozó újabb vállalati pénzügyi nehézségek ugyanis általános bizalmatlanságot eredményeztek az amerikai tőzsdei nagyvállalatok pénzügyi eredménykimutatásainak hitelességével kapcsolatban. A bizalomvesztés megmutatkozott az amerikai részvénytőzsdéken kívül az európai és ázsiai tőzsdéken is, és az indexek csaknem olyan szintekre süllyedtek, amelyek legutóbb a tavaly szeptemberi terrorista támadások idején voltak tapasztalhatók. Ezért a konjunktúra

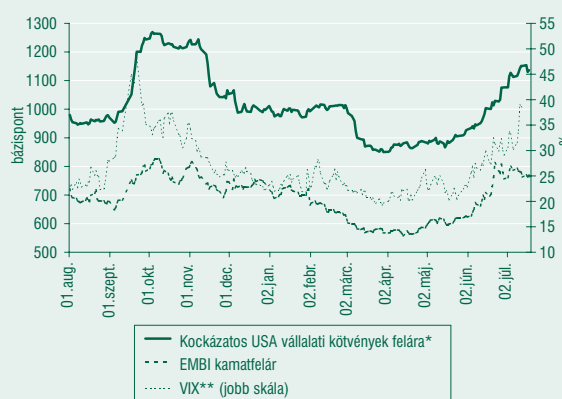
turális kibontakozással kapcsolatos bizonytalanság az USA-n kívül is, szinte minden gazdasági régióban megnövekedett.

A pénzügyi befektetők az amerikai vállalati pénzügyi nehézségek hatására csökkentették a dollárban denominált befektetéseiket és nagyobbbrészt euróban denominált értékpapírokba, kisebb részben pedig ázsiai értékpapírokba fektették a felszabaduló megtakarításokat. Az 1999-2001 között szinte folyamatos nettó tőkekiáramlás az euroövezetből főleg az USA-ba, most visszafordult és a *tőkebeáramlás* az euró erősödését eredményezte. Ha az euró erősödése tartósnak bizonyul, akkor az így kialakuló szigorúbb monetáris kondíciók, illetve a dollár gyengülése miatt várható importált energiaár csökkenés az infláció további csökkenését eredményezi az euroövezetben, hozzájárulva a kamatemelési várakozások mérséklődéséhez illetve megfordulásához. Végül, ha a globális gazdasági fellendülés későbbre toódik és/vagy vártnál kevésbé lesz erőteljes, akkor ez is hozzájárul a kamatvárakozások mérséklődéséhez.

A magyar valutában kibocsátott értékpapírok hozama kockázati prémiumot tartalmaz. Ennek a kockázati prémiumnak egy része külső – globális és regionális – gazdasági tényezőktől függ. E külső tényezők közül több is kedvezőtlenül változott a májusi *Jelentésünk* óta. Az argentin pénzügyi válság megoldása még nem körvonalazódott, amit a jegybankelnök lemondása tovább súlyosbított. Érzékelhetően romlott a többi, korábban stabilnak tekintett latin-amerikai piac – pl. a brazil – megítélése is. Az első negyedéves brazil GDP májusi publikálása, a valuta csaknem 10%-os leértékelődése és az országban aktív USA vállalatok szerény teljesítménye miatt a kontinens legnagyobb részvénytőzsdéje visszaesett és az ország külső fizetőképessége is megkérdőjeleződött. Brazília romló megítélése azonnal kihatott a többi latin-amerikai országra is. Eközben a török gazdasági válság azzal fenyeget, hogy kormányválsággal egészül ki. A globális bizonytalanságot továbbra is fenntartják az újabb terrorista akciók előkészületeiről szóló hírek és a közel-keleti rendezés is egyre távolabb került. Ezek a fejlemények megmutatkoznak a feltörekvő piacok kockázati felárát tükröző EMBI-index május végétől kezdődő meredek emelkedésében (lásd: 4.2. ábra). A feltörekvő piacok romló megítélése mellett megnőtt a bizonytalanság a fejlett régiókban is. Szintén május végétől kezdődően a fejlett országok konjunkturális kibontakozását a távolabbi jövőbe tolta az USA vállalatait érintő pénzügyi bizonytalanság. Ezek a változások a világ gazdaság minden régiójában csökkentik a kockázatos befektetések iránti keresletet – ami az előző *Jelentésünk* idején még határozottan növekedett – növelve a kockázati felárakat. A globális kockázati mutatók megközelítették a tavaly szeptemberi maximális értéket (lásd: 4.2. ábra).

Szűkebb régiókban az EU és Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) csatlakozás szempontjából Magyarországgal azonos kategóriába tartozóként kezelt országokkal kapcsolatos egyes folyamatok illetve hírek is növelték a forint kockázati prémiumát. A lengyel valuta árfolyam-csökkenése, ami a külső és belső egyensúlyi problémák, majd a pénzügyminiszter lemondása és az új pénzügyminiszter valutaleértékelést kilátásba helyező nyilatkozatai miatt következett be, több alkalommal gyengítette a forint árfolyamát. Az új cseh pénzügyminiszter első beszédei mérsékelt ambíciókat jeleztek a korai monetáris uniós részvétellel kapcsolatban, annak fiskális politikára vonatkozó következményei miatt. A cseh korona árfolyamát azonban

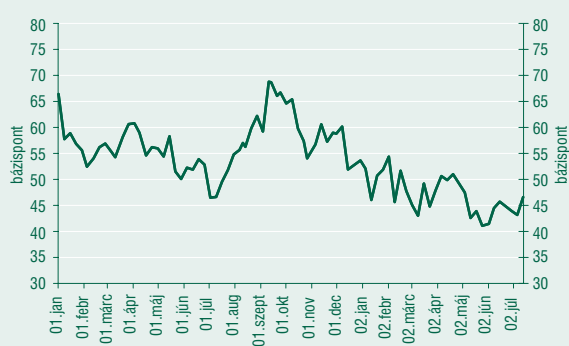
Ábra 4-2. Kockázati mutatók



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

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

Ábra 4.3. A magyar márkakötvények kamatfelára



sem a országspecifikus, sem a külső események nem gyengítették, valószínűleg a folyamatos és erőteljes tőkebeáramlás miatt, amely nagyrészt a privatizációnak köszönhető.

A lengyel és cseh fordulatokat a nemzetközi befektetők a korai (2006-2007. évi) GMU-csatlakozások néhány évvel való későbbre halasztását tükröző szándékként értelmezték. Mivel ezen befektetők szemében Magyarország egy csoportba tartozik Cseh- és Lengyelországgal mind az EU, mind a GMU-bővítés terén, nem zárható ki, hogy olyan jelzésként értelmezték a két országban megváltozott hangulatot, ami szerint a magyar monetáris uniós csatlakozás is későbbi időpontra várható.

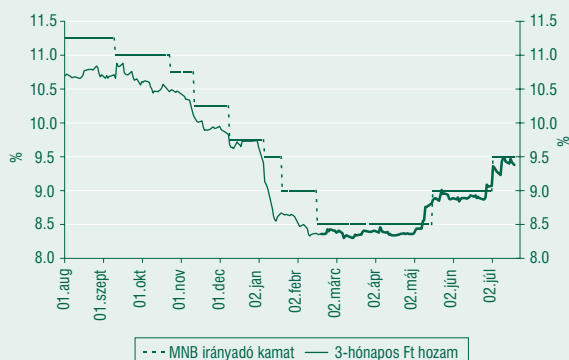
Magyarország kockázati megítélését május óta országspecifikus tényezők is érzékelhetően befolyásolták. A hazai makrogazdasági folyamatok közül elsősorban a költségvetési hiány növekedése, a vártnál kedvezőtlenebbül alakuló külső egyensúly, a jegybanktörvény módosítása és a GMU-csatlakozás időzítésével kapcsolatos időleges bizonytalanságok befolyásolták kedvezőtlenül. Az ilyen hírek hatására a forint árfolyama gyengült és az állampapírhozamok növekedtek. A forint árfolyamgyengülése csak akkor állt meg, amikor a kormány olyan középtávú gazdaságpolitikai programot fogadott el, amely fiskális konszolidációt és gyors GMU-csatlakozást tűz ki célul a következő évekre (lásd részletesen a 4.2. és 4.3. alfejezetben).

A korábban német márkában kibocsátott magyar devizakötvények átlagos felára áprilistól május végéig csaknem 10 bázispontot esett, majd május óta ismét az április eleji szintre nőtt. (lásd: 4.3. ábra) A jelenlegi kevesebb mint 50 bázispontos érték továbbra is alacsonynak mondható, különösen mivel alig haladja meg a GMU résztvevők 10-40 bázispontos kamatfelárát és jóval alacsonyabb a GMU-csatlakozás előtti görög kamatfelár 90-120 bázispontos értékénél. Az országspecifikus kockázati tényezők tehát elsősorban nem az ország fizetőképességének romló megítélésében, hanem inkább a forint árfolyamával kapcsolatos bizonytalanságban jelentkezett.

4.2 Kamat- és árfolyam-alakulás

Az MNB a 2002. február 19-e óta eltelt időszakban két alkalommal is szigorított a monetáris kondíciókon. Május 22-én 8,5%-ról 9%-ra, majd július 9-től újabb 50 bázisponttal 9,5%-ra növelte irányadó kamatát. Bár az áprilisi inflációs számok kedvezőtlenek voltak, a jegybank – előre tekintő inflációs célkövető stratégiájával összhangban – nem erre reagálva döntött májusban a kamatemelés mellett. A döntő ok az volt, hogy a belföldi aggregált kereslet növekedése – a költségvetés lazulása, illetve a versenyszférában tapasztalható magas bérkiáramlás miatt –, és külső tényezők – mint az importált infláció és az olajárak – felfelé módosították az inflációs pályára vonatkozó jegybanki előrejelzést. Mindezen tényezők a hosszú hozamok emelkedéséhez és az árfolyam gyengüléséhez vezettek, így a jegybanki inflációs cél teljesülése érdekében elkerülhetetlen volt a monetáris szigorítás. Június elejétől kezdődően a belföldi tényezők mellett a forintbefektetésektől elvárt növekvő kockázati prémium is erősítette az árfolyamra nehezedő leértékelődési nyomást, ami további kamatemelést tett szükségessé.

Ábra 4-4. Jegybanki irányadó kamat és rövid piaci hozam

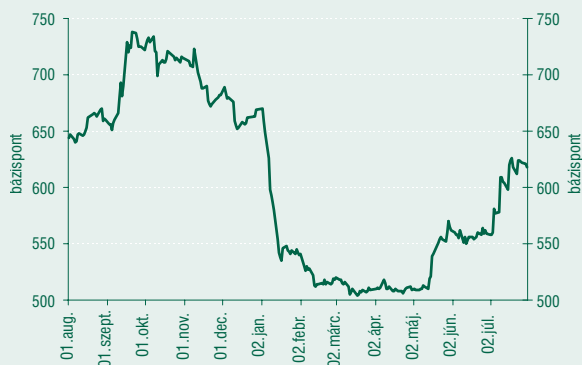


A kamatemelések nem érték váratlanul a piacot: a három hónapos benchmark hozamok növekedése mindkét esetben megelőzte a jegybanki kamatlépéseket (lásd: 4.4. ábra). A növekvő forint- és a viszonylag stabil euróhozamok eredményeképpen ismét növekedett az euróövezethez viszonyított kamatkülönbség: míg korábban 500 bázispont körüli volt, jelenleg meghaladja a 600 bázispontot (lásd: 4.5. ábra).

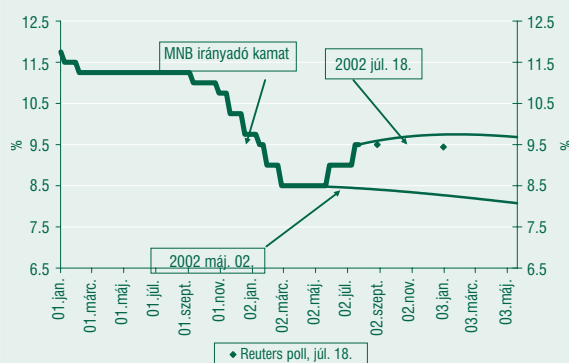
A piac kamatvárakozásait tükröző két szokásos indikátor nem ad egyértelmű információt a jegybanki kamatok várt pályájáról. A legfrissebb, július 18-i Reuters felmérés szerint az elemzők augusztus végére a jelenlegi kamatszintet várják, év végéig pedig enyhe kamatsökkenésre számítanak. A kamatemelést követően is megmaradt azonban a 3 hónapos származtatott forward hozamgörbe éven belüli szakaszának május óta jellemző pozitív meredeksége, ami év végéig még további – kb. 25 bázispontos – kamatnövekedési várakozásokat jelez (lásd: 4.6. ábra).

A forint euróhoz viszonyított árfolyamát az előző *Jelentésünk* óta eltelt időszakban – elsősorban júliusban – az előző hónapokhoz képest nagyobb változékonyság jellemezte; az árfolyam július végén összességében kb. 0,5%-kal leértékeltebb a május eleji értékénél (lásd: 4.7. ábra). A május 21-i jegybanki kamatemelésnek sikerült az árfolyam leértékelődését megállítania, a forint azonban június közepén ismét gyengülni kezdett, július 3-ával kezdődően pedig két nap alatt több mint 2%-ot veszített értékéből. A nagymértékű esés hátterében több, gyakorlatilag egyidőben napvilágot látott kedvezőtlen belföldi makrogazdasági adat (magas költségvetési hiány és folyó fizetési mérlegdeficit, belföldi fogyasztás dinamikus növekedése) illetve külföldi hír állt. A július 9-i kamatemelés önmagában nem volt képes megállítani az árfolyam gyengülését. A következő napokban azonban a kormány – jelentős fiskális konszolidációt előre vetítő – középtávú makrogazdasági stratégiájáról napvilágot látott hírek, majd a piaci elemzők várakozásainál lényegesen kedvezőbb inflációs adat hatására az árfolyam ismét erősödni indult, és július végére elérte a június végi 244-245 Ft-os szintet. A Reuters legfrissebb felmérése (július 18.) szerint a piaci elemzők év végéig enyhe felértékelődést várnak, 2003 végére pedig a forint további erősödését prognosztizálják (lásd: 4.8. ábra).

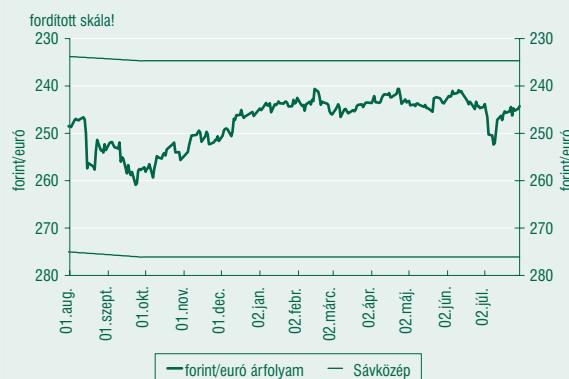
Ábra 4-5. Három hónapos kamatkülönbség az euróövezethez viszonyítva



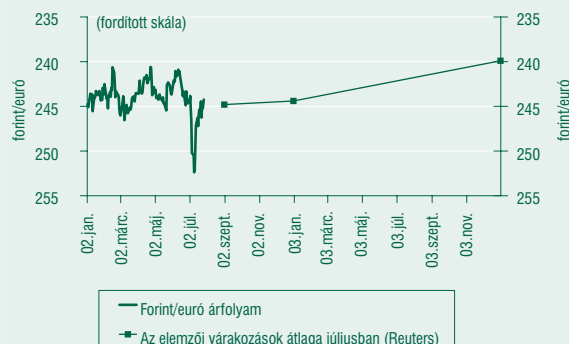
Ábra 4-6. A jegybanki irányadó kamat és kamatvárakozások a hozamgörbe és a Reuters felmérése alapján



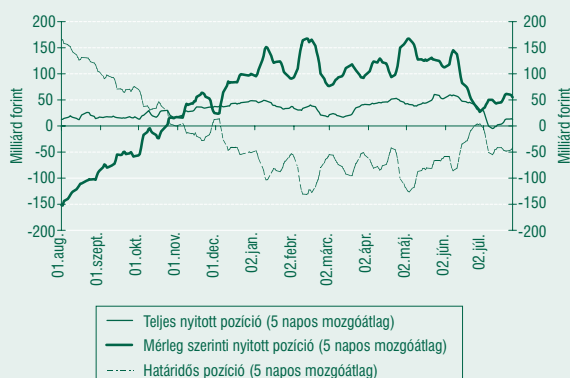
Ábra 4-7. A forint árfolyama



Ábra 4-8. A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyamvárakozások



Ábra 4-9. Kereskedelmi bankok nyitott pozíciójának alakulása (MFB nélkül)



4.3 Tőkeáramlások

Szűk sávós árfolyamrendszerben a rövidtávú tőke mozgások a jegybank sterilizációs állományának változásban tükröződnek, ami stabilizálja az árfolyamot. A jelenlegi inflációs célkövető rendszerben a jegybank tartózkodik a devizavásárlásoktól, a tőke mozgások az árfolyam és a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott pozíciójának változásában csapódnak le. Amint említettük, a jegybank május végi és júliusi kamatemelését – bár különböző mértékben – mindkét esetben az árfolyam gyengülése előzte meg. Mindez tükröződött a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott pozíciójának változásaiban is. Májusban mérsékeltebben, júniusban jelentős mértékben zárult, július elején pedig ismét emelkedni kezdett a bankok mérleg szerinti hosszú deviza pozíciója. Mindez azt mutatja, hogy míg a júniusi árfolyamgyengülés a bankrendszeren kívüli szereplők forintkeresletének számottevő csökkenésével járt együtt, az árfolyam július elején bekövetkezett esése idején nem történt jelentős mértékű tőke kivonás (lásd. 4.9. ábra).

A nettó forintkereslet áprilisi növekedéséhez, majd májusi-júniusi csökkenéséhez egyaránt hozzájárultak kamaterzékeny és nem-kamaterzékeny tételek. A folyó fizetési mérleg hiánya áprilisban és májusban is jelentősen felülmúlta a tavalyi évre jellemző szintet. A magas hiányt áprilisban ellensúlyozta a portfóliótőke beáramlás és a vállalati devizahitelek növekedése, májusban azonban mind a nettó portfólió-befektetések, mind a vállalati devizahitelek változása negatív volt. Emellett az első negyedévhez hasonlóan – a privatizációs bevételek nélküli közvetlen tőkebefektetések szintje is alacsonyabb volt a 2001-re jellemző szintnél³⁵ (lásd: 4.1. táblázat).

Tábla 4-1. A forintkereslet és -kínálat devizapiaci összetevői
(milliárd forint)

	2001				2002		
	I.n.év	II.n.év	III.n.év	IV.n.év	I.n.év	április	május
I. Korrigált folyó fizetési és tőkemérleg (1+2-3)	-52	-124	79	-97	-133	-80	-98
1. Folyó fizetési mérleg	-63	-195	71	-131	-137	-97	-108
2. Tőkemérleg	15	39	23	16	13	2	6
3. Konszolidált államháztartás devizaegyenlege	3	-32	14	-19	9	-14	-5
II. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	126	179	108	155	42	55	35
III. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet (1+2)	-27	-15	-6	-111	58	-66	34
1. Vállalatok	-19	-21	2	-64	25	-67	31
2. Háztartások	-8	6	-8	-47	13	11	
IV. Nettó portfólió befektetések (1+2+3)	90	212	-134	85	214	53	-26
1. Állampapír	90	196	-79	136	144	51	10
2. Részvény	6	-10	8	-15	12	4	-22
3. Forintbetét	-6	26	-62	-36	58	-2	-13
V. Vállalati devizahitel (1+2)	-81	-128	-44	-62	-202	51	-47
1. Belföldi	-7	5	19	-12	45	5	38
2. Külföldi	-74	-134	-63	-50	-247	46	-85
VI. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	12	37	50	99	23	26	30
VII. Egyéb	43	18	20	132	5	28	-2
VIII. Bankrendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete (I+...+VII)	112	178	73	201	7	66	-72
IX. Jegybanki devizavásárlás	178	165	47	40	0	0	0
X. Bankok mérleg szerinti hosszú deviza pozíciójának változása (VIII-IX)	-65	13	26	161	7	66	-72

³⁵ Egy módszertani változás miatt a közvetlen tőkebefektetések értéke közvetlenül nem hasonlítható össze a 2001-es számokkal. 2002. januárjától ugyanis a leányvállalatoknak az anyavállalatokkal szembeni bizonyos követeléseit az egyéb külföldi tartozások kategóriájából a közvetlen tőkebefektetésekhez sorolt tulajdonosi hitelekhez kerültek; a vállalatcsoporton belüli elszámoló-központtal szembeni pénzmozgások, illetve a kapcsolódó követelés-tartozás állományok 2002. január óta a tulajdonosi hitelek között kerülnek kimutatásra.

A nettó portfólió befektetések májusi csökkenését a részvényállomány és forintbetétek visszaesése okozta, ezzel szemben a külföldiek állampapír vásárlása - az éven túli lejáratokon - májusban még nőtt (lásd: 4.10. ábra). Június elején a külföldiek által tartott állampapír-állomány több mint 60 milliárd Ft-tal csökkent, egy 2 éves államkötvény és egy diszkontkincstárjegy lejáratának köszönhetően. A lejáró befektetések megújítása csak fokozatosan történt: a július eleji bizonytalanság idején átmenetileg ismét csökkenés volt tapasztalható, a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány azonban július közepén ismét megközelítette a május végére jellemző szintet. A május eleje óta eltelt időszakban módosult az állományok lejárat szerkezete is: a 2-5 év közötti államkötvények állományának jelentős növekedése mellett a 2 év alatti és az 5 évnél hosszabb lejáratú kötének állománya csökkent. Mindez arra utal, hogy a középtávú hozamoknak a májusi-júliusi időszakban tapasztalt emelkedése elsősorban a hazai befektetők hozamelvárásainak módosulását tükrözte.

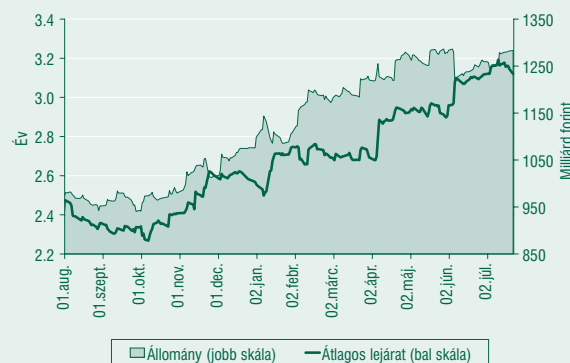
A vállalatok nettó devizapozíciója a március-májusi időszakban nagy mértékben ingadozott, összességében azonban - mintegy 71 Mrd forinttal - tovább javult. Mindeközben megváltozott a nettó devizahitelek szerkezete is: az állomány csökkenése a belföldi devizahitelek növekedése és a külföldi devizahitelek csökkenése mellett történt. A nettó devizahitelek állományának ingadozásában meghatározó szerepet játszottak a befektetési alapok külföldi befektetései, amelyek állománya áprilisban 49 milliárd forinttal csökkent, májusban pedig hasonló mértékben - 43 milliárd forinttal - nőtt. A befektetési alapok befektetéseinek változásai azonban csak körülbelül egyharmadát magyarázzák a teljes vállalati szektor nettó devizahiteleinek március és május között bekövetkezett csökkenésének. A devizapozíció javulásához az is hozzájárult, hogy - elsősorban márciusban és májusban - a nem-pénzügyi vállalatok részéről folytatódott a külföldi devizahitelek törlesztése, amelyet nem ellensúlyozott a belföldi devizahitelek növekedése.

A mérleg szerinti nyitott pozíció csökkenését követően a kereskedelmi bankok teljes hosszú devizapozíciójukat is csökkenteni kezdték. A teljes nyitott pozíció július elején, az árfolyam jelentős gyengülésével párhuzamosan csaknem teljesen bezárult, ami - mivel a mérleg szerinti nyitott pozíció ekkor már ismét emelkedett - a derivatív pozíciók növekedésének volt köszönhető. A bankok tehát szakítottak avval a tavaly október óta fennálló gyakorlattal, miszerint 40-50 milliárd rövid forint pozíciót tartanak fenn. A teljes devizapozíció nullára csökkenése arra utalhat, hogy míg az előző napokban a kereskedelmi bankok nagyobb valószínűséget tulajdonítottak az árfolyamgyengülésnek, a forint árfolyamának július elején bekövetkezett gyengülését követően az árfolyamkockázat mérséklésére törekedtek.

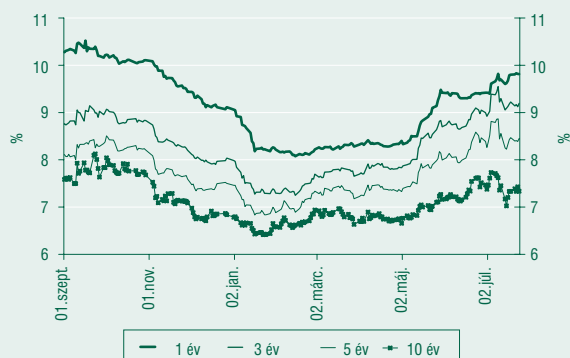
4.4 Hosszú lejáratú hozamok

Előző Jelentésünkben 2002. április végéig követtük figyelemmel az állampapírpiaci hozamok alakulását. Azóta egészen július elejéig minden lejáraton jelentős, 50-150 bázispontos ho-

Ábra 4-10. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárata

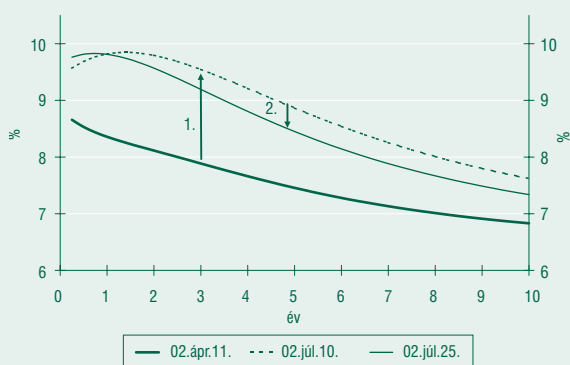


Ábra 4-11. Zéró-kupon hozamok*



*A zéró-kupon hozamgörbe becslése itt, és az anyag további részében is a Svensson-féle specifikációval történt

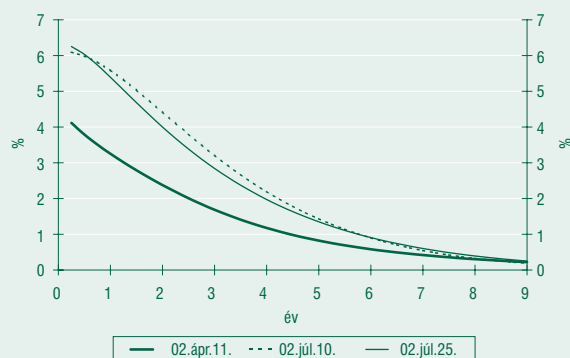
Ábra 4-12. Zéró-kupon hozamgörbék



Ábra 4-13. Az egyéves forint, illetve euró származtatott forwardok pályája



Ábra 4-14. Az egyéves forint, illetve euró származtatott forwardok különbségének pályája



zamemelkedés volt megfigyelhető, amit július második hetétől kezdve mérsékelt csökkenés követett (lásd: 4.11. ábra).

Az április óta bekövetkezett emelkedés a zéró-kupon hozamgörbe 1-7 éves szakaszán volt a legnagyobb, de a későbbi lejáratokon is jelentősnek tekinthető (lásd: 4.12. ábra).

A származtatott forward hozamgörbe elmozdulásából jól látható, hogy az éven túli hozamok emelkedése alapvetően az 1-6 évvel későbbi időszakra vonatkozó várakozások módosulásának következménye. Mivel az euró hozamok eközben csökkentek, a magyar és az euroövezeti hozamok közötti különbség a teljes lejáratú horizonton nőtt (lásd: 4.13. 4.14. ábra).

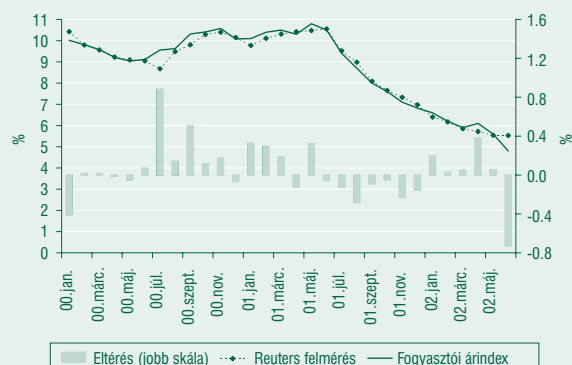
A forint hozamok változása nemzetközi és magyarországi folyamatokra illetve gazdasági hírekre egyaránt visszavezethető. A magyar állampapírpiaci kamatok április vége óta bekövetkezett növekedése egybeesett a kockázatviselési hajlandóság egész világgazdaságot érintő csökkenésével (lásd: 4.1. alfejezet). Emiatt a hozamgörbe feljebb tolódott, kifejezve a külföldi befektetők által elvárt kockázati prémium növekedését. Ugyanakkor az egyes sokkok és a hozamgörbében bekövetkezett elmozdulások időpontjának részletes elemzése alapján megállapítható, hogy az elmúlt időszakban a magyar hozamokra nemcsak globális, hanem a közép-kelet-európai térséggel kapcsolatos hírek és magyar makrogazdasági adatok is hatással voltak. Mindez a várakozások módosulását, a kamatkonvergenca lassulását, illetve az 1-7 éves hosszú hozamok erőteljesebb emelkedését okozta.

Az elmúlt hónapok legnagyobb hozamnövekedési periódusa az áprilisi – elemzői várakozást jelentősen, 40 bázisponttal meghaladó (lásd: 4.15. ábra) – inflációs adat május 14-i közzétételét követte.

A május 22-i 50 bázispontos jegybanki kamatemelés nem volt hatással a hosszú hozamokra. Ugyanakkor kedvezőtlenül befolyásolta a várakozásokat az állami költségvetés időarányosan mért jelentős hiánya és a reálbérek gyors növekedése. Tovább növelte a bizonytalanságot a kormány és a jegybank közötti, az infláció-, és a költségvetési hiánycsökkentés ütemezéséért érintő ellentét is.

A július első napjaiban nyilvánosságra került kedvezőtlen közép-kelet-európai és magyarországi makrogazdasági adatok és gazdaságpolitikai hírek (lásd: 4.2. alfejezet) következtében az állampapírpiaci hozamok jelentősen megemelkedtek, lejáratától függően a 8-13 hónappal korábban jellemző szintet érték el. Ennek hátterében a külföldi befektetők által elvárt koc-

Ábra 4-15. A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



kázati prémium növekedése, a hazai befektetők inflációs várakozásainak módosulása, illetve az elvárt reálkamat emelkedése állhatott.

Május és június folyamán a piaci elemzők által 2002. decemberére várt év/év alapú árindex kikerült az MNB által meghatározott toleranciasávból, miközben az elemzői várakozások nemcsak az idei, hanem a következő évre is tovább romlottak (lásd: 4.16. ábra).

Július közepétől azonban fordulat következett be: a hónapok óta emelkedő hosszú hozamok mérsékelten csökkenni kezdtek. Ezt megalapozta a jegybank július 9-i 50 bázispontos kamatemelése, amit a piaci szereplők a defláció melletti erős kötelezettség-vállalásként interpretáltak. A várakozásokat kedvezően befolyásolta a kormány és a jegybank között a közép-távú makrogazdasági stratégiáról kialakult egyetértés, amely egybeesett a piaci elemzők várakozásait meghaladóan alacsony inflációs adat július 11-i közzétételével. A bizonytalanság mérséklődésének eredményeként az idei év végére várt infláció júliusban a piaci elemzők véleményét tükröző Reuters-felmérés szerint az MNB célsávján belülré került (5,4%). Bár a jövő decemberre várt áremelkedési ütem is enyhén mérséklődött júniushoz képest (4,82%), a várt érték magasabb az egy negyedévvel korábbi várakozásnál és továbbra is kívül esik a jegybank inflációs célsávján (lásd: 4.17. ábra).

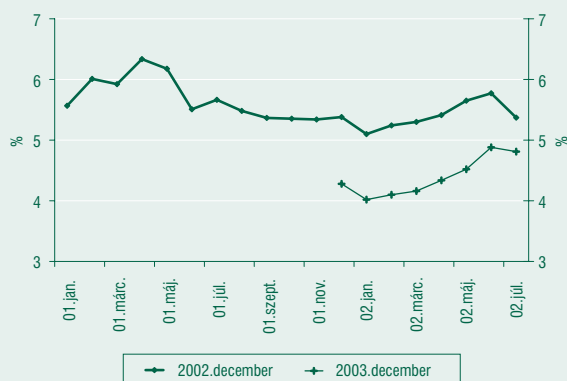
A júliusi Reuters-felmérésben szereplő tizenegy makroelemző közül 2002. decemberére hat, 2003. decemberére mindössze kettő vár a jegybanki célsávon belüli inflációt. Ugyanakkor a makrogazdasági elemzők következő másfél évre vonatkozó inflációs prognózisa a monetáris politika változatlanágát feltételező jegybanki előrejelzés centrális pályája körüli 30%-os valószínűségét képviselő sávon belül helyezkedik el (lásd: 4.18. ábra).

A magyar hozamgörbe arról tanúskodik, hogy a befektetők az euroövezeti és a magyar kamatok konvergenciájának végpontját, azaz a magyar euroövezeti tagság kezdetét nagy valószínűséggel az eddiginél későbbi időpontra teszik. Ezt erősítették azok a cseh és lengyel nyilatkozatok, amelyek arra utaltak, hogy gyengült e két ország kormányának politikai elkötelezettsége a korai euróövezeti csatlakozás iránt. A piaci várakozások szerint május eleje óta az euró 2006-os magyarországi bevezetésének esélye minimálisra csökkent, és júliusra a 2007-es időpont valószínűsége is mérséklődött. Ezt jelzi, hogy a változatlan időpontokra (2006-2008) végére számított forint és euró egyéves származtatott forward hozamok különbségei különváltak és jóval a mintegy 50 bázispontra tehető országkockázati prémium fölé emelkedtek (lásd: 4.19. ábra).

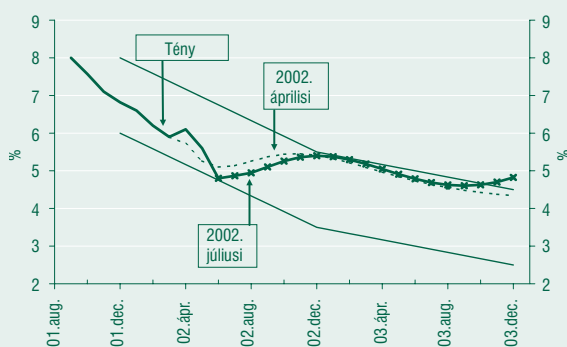
A négy-hat év múlva kezdődő egyéves forward hozamok nemcsak a hozamgörbe egészét érintő júliusi kockázati prémium növekedés miatt emelkedtek meg, hanem ehhez hozzájárult a lassúbb deflációból és kamatkonvergenciából adódó, a hozamgörbe időben közelebbi szakaszát erőteljesebben érintő magasabb kamatvárakozás is.

Összességében elmondható, hogy az euróövezeti befektetésektől elvárt kamat csökkenése mellett a magyar hozamgörbe a teljes lejáratú horizonton feljebb toldott a kockázati primumnak a kedvezőtlen globális, regionális és országspecifikus

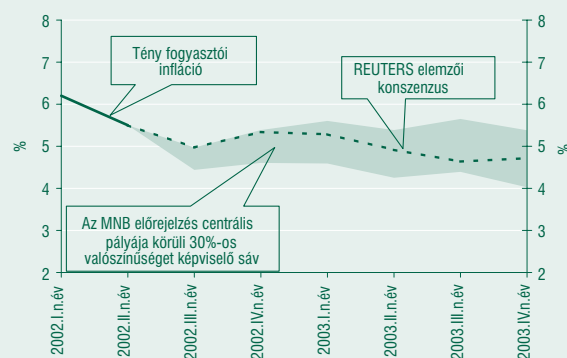
Ábra 4-16. 2002 és 2003 decemberére várt infláció (Reuters-felmérés, trimmelt átlagok)³⁶



Ábra 4-17. Az elemzői inflációs várakozások alakulása 2002. május és július között



Ábra 4-18. Elemzői várakozások összehasonlítása az MNB előrejelzésével



Ábra 4-19. Forint és euró egyéves forward-ok közötti különbség változatlan időpontokra, 5 napos mozgóátlag



³⁶ A részletes módszertanról ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához*, 19. Fejezet.

okokkal együttesen magyarázható növekedése miatt. Középtávon a hozamemelkedés mértéke erőteljesebb volt, amit az inflációs várakozások növekedése, az elvárt reálkamat emelkedése és az euróövezethez való csatlakozás időpontjának bizonytalanabbá válása magyarázhat. Ugyanakkor a befektetői várakozásokra már rövidtávon kedvezően hatott a jegybank által is támogatott kormányzati középtávú makrogazdasági program nyilvánosságra hozatala. Az abban szereplő célok teljesülése révén a gazdaságpolitika hitelessége hosszútávon tovább nőhet, ami a kamatvárakozások és a kockázati prémium csökkenésén keresztül az állampapírpiaci hozamok jelentős csökkenéséhez vezethet.

5. Aktuális kérdések

5.1 Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások

Elemzéseink során többször is hangsúlyoztuk, a dezinfláció szempontjából kulcsfontosságú jelentőségű a nominális forint árfolyam belföldi árak szintjére gyakorolt hatása, röviden az árfolyam-begyűrűzés (exchange rate pass-through) mértéke. Korábbi elemzéseinkben elsősorban az iparcikkek árfolyam-begyűrűzési együttthatójára koncentráltunk, hiszen az árfolyam áralakulást koordináló szerepe itt a legnyilvánvalóbb.³⁷ A begyűrűzési profilt azonban nem csak az iparcikkek esetében érdemes megvizsgálnunk, hiszen egy árfolyamalapú dezinfláció esetében a végső kérdés az, hogy a nominális árfolyam alakulásának milyen fegyelmező szerepe van a teljes fogyasztói árindex, vagy legalábbis valamely aggregált piaci indítatású árindex esetében.

Könnnyen belátható, hogy általános egyensúlyban az árfolyam-begyűrűzés mértéke a gazdaság összes piacának viselkedési tulajdonságaitól függ, tehát az árazási magatartás mellett, éppúgy fontos meghatározója a munkapiac helyzete, mint a fiskális politika viselkedése. Az árazási magatartás határozza meg azt, hogy adott költségek mellett a vállalatok milyen haszonkulccsal dolgoznak ill., hogy milyen gyakran változtatnak árat.³⁸ Viselkedésük függ a gazdaság konjunkturális helyzetétől, az infláció szintjétől és a monetáris politika hitelességétől is. A munkapiac helyzete a béralakuláson, s így a költségeken keresztül hat az árképzésre, s belátható, hogy adott árképzési magatartás mellett ez további meghatározó tényezőként hat a begyűrűzési profilra. A fiskális politikának elsősorban a hosszabb távú hitelesség, s így az inflációs várakozások koordinálásában van döntő szerepe.³⁹

A fent említett hatásokat szisztematikusan vizsgálhatjuk a NIGEM modell segítségével.⁴⁰ Szimulációink szerint az árfolyamcsatorna az alábbiak szerint hat az infláció mértékére:

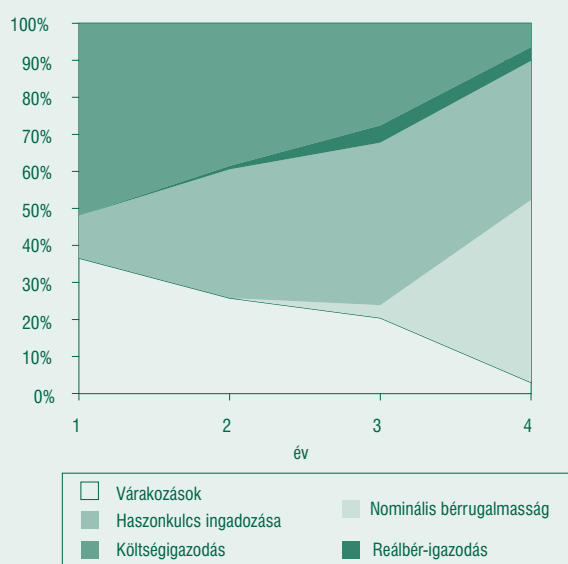
³⁷ Az árfolyamváltozások inflációs hatásáról ld. a 2001. augusztusi *Jelentésünket*.

³⁸ Engel (2002) "The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates and the Implications for the Exchange Rate Policy: A Survey of a Few Recent New Open Economy Macroeconomic Models" NBER Working Paper 8725

³⁹ Ld. Kerek-Világi (2002) "Fiskális Politika és Dezinfláció" MNB kézirat.

⁴⁰ A NIGEM modellről általában ld. Jakab-Kovács (2002) "Magyarország a NIGEM modellben" *MNB Füzetek* 2002/3 (letölthető az MNB honlapjáról). A szimulációról konkrétan ld. Jakab-Kovács (2002) "Explaining the Exchange Rate Pass Through: Some Simulations with the NIGEM Model" ECOMOD 2002 konferencia, Brüsszel (<http://www.ecomod.net/conferences/ecomod2002/papers/jakab.pdf>)

Ábra 5-1. Az árfolyam-begyűrzés főbb meghatározói a különféle időtávokon (adott évben összesen 100%)



1. A felértékelődés első évében meghatározó szerepe az *importárakon* keresztül költségcsökkentésnek (költségigazodás) és a várakozásoknak van. Ez utóbbi alatt azt értjük, hogy a gazdaság szereplők viselkedése mennyire előretekintő a bérek és árak kialakításában.
2. A második – harmadik évben nő meg a szerepe az ún. *kibocsátási rés* (output gap) csökkenésén keresztül megvalósuló dezinflációnak. (haszonkulcs ingadozása) Ekkor már a közvetlen importárcsökkenés dezinflációs hatása gyengül, és tovább inflációcsökkentést elérni csak növekedési áldozat árán lehetséges.
3. A *munkapiac* jelentősége a negyedik évtől kezdve válik elsődlegessé. A növekedési áldozat következtében a munkanélküliségi ráta emelkedik. Annak függvényében, hogy a bérek milyen rugalmasan reagálnak a munkakereslet csökkenésére (nominális bérrugalmasság) folytatódik tovább a dezinfláció.
4. A *termelékenység és a reálbér* egymáshoz képesti gyors igazodásának (reálbér-igazodás) viszonylag kis szerepe van az árfolyam-begyűrzésben.

Eredményeink szerint, tehát egy-két éves késés van az áru-piac és a munkapiac alkalmazkodásának jelentősége között a dezinfláció szempontjából. Ez egyrészt azzal magyarázható, hogy míg az árak megváltozása közvetlenül befolyásolja a dezinflációt, addig a munkapiaci alkalmazkodásnak csak közvetett hatása van. Másrészt azonban a munkapiaci alkalmazkodás nem csupán később jelenik meg az árakban, hanem maga a béralkalmazkodás is fáziskésésben van az inflációcsökkenéshez képest. Mindez annak tulajdonítható, hogy míg az importoldali költségcsökkenés azonnal megjelenik a fogyasztói árakban, a béralkalmazkodás a vállalatok a versenyképesség-romlása után indul meg jelentősebben.

5.2 Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és a maastrichti inflációs követelmény? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei

Mekkora a termelékenység-növekedés okozta többlet-infláció a csatlakozó országokban? Az *MNB Füzetek sorozatban* (2002/5. számmal) – angol nyelven – megjelent tanulmányunkban egy új összehasonlító elemzés eredményeiről számolunk be. A feldolgozóipari termelékenység-növekedés vezérelte felzárkózási folyamat során inflációs nyomást – a Balassa–Samuelson (BS) hatást – elemezzük öt közép-kelet-európai országban: Csehországban, Magyarországon, Lengyelországban, Szlovákiában és Szlovéniában.

Tanulmányunk érdekessége, hogy az elemzést párhuzamosan, egységes elvi keretben mind az öt ország jegybankjának szakértői elkészítették és egyszerre közzé is teszik. Újdonsága, hogy egy összehasonlító – összefoglaló elemzés mellett találunk öt országtanulmányt is, az adott ország szakértőinek tol-

lából. A tanulmányt eredetileg az öt központi bank elnökei a 2002. március 11-én Bázisban tartott találkozójukra rendelték meg szakértőiktől (hasonlóan az inflációs előrejelzésről szóló elemzéshez).

Megközelítésünk kétirányú. Egyrészt egyszerű módon felbontjuk a megfigyelt reálárfolyam-alakulást annak külső és belső tényezőire; ami alapján becslést adunk a kérdéses termelékenységi hatás nagyságrendjére. Másrészt összegezzük a hazai és nemzetközi irodalomban fellelhető ökonometria vizsgálatok eredményeit, melyekből megpróbálunk egyfajta „konszenzus” véleményt képezni.

Mindezek alapján a BS hatás nagyságát a fogyasztói árindex német inflációtól való egyensúlyi eltérésére legfeljebb évi 2 százalékpontonra becsüljük. Ez kisebb annál, mint amire a relatív ármozgások alapján közvetlenül következtethetnénk, mivel a BS hipotézis csak egy volt az inflációs differenciát mozgató tényezőknek a vizsgált időszakban. A relatív bérek alakulása, az árazási magatartás változása, illetve a félkész termékek ár alakulása szintén szerepet játszottak.

Becsléseink múltbeli adatokon alapulnak, amikor a termelékenységkülönbség magasabb volt, mint jelenleg. Így valószínűsíthetjük, hogy a felzárkózás előrehaladtával a hatás jelentősége csökken. Ebből az is következik, hogy a gazdasági felzárkózás folyamata nem kell, hogy ellentétbe kerüljön a Maastrichti Szerződés inflációs kritériumával.

5.3 Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?

Mit jeleznek előre és milyen módszerekkel? Milyen szerepe van a monetáris politikai döntéshozóknak, illetve a szakértőknek az inflációs előrejelzés elkészítésében? Miért fontos a közvélemény tájékoztatása az előrejelzésről? Ezekre és hasonló kérdésekre ad választ az *MNB Háttér tanulmányok* sorozatban – angol nyelven – megjelent 2002/2 számú tanulmányunk, mely öt közép-kelet-európai országot (Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia és Szlovénia) jegybankjainak inflációs előrejelzési gyakorlatát veti össze. A tanulmányt eredetileg az öt központi bank elnökei a 2002. március 11-én Bázisban tartott találkozójukra rendelték meg szakértőiktől (hasonlóan az egyensúlyi inflációs különbségéről szóló elemzéshez).

A tanulmány első része az összehasonlító elemzés fő szempontjait mutatja be, melyek az inflációs célkövetés monetáris rendszer követelményein alapulnak. A második rész az egyes országtanulmányokat tartalmazza, melyek részletesen bemutatják az egyes jegybankokban folyó előrejelző munka módszereit és intézményi struktúráját. A tanulmány érdekessége, hogy először nyújt betekintést az öt jegybank előrejelzési gyakorlatába, és hogy – az egységes elemzési kereten túl – az országtanulmányokat a jegybankok saját szakértői készítették. Az összehasonlító elemzés eredményeinek rövid leírását az alábbi táblázat mutatja.

Öt közép-európai jegybank előrejelzési gyakorlatának főbb jellemzői

	<i>Transzparencia</i>	<i>Döntéshozók szerepe</i>	<i>Előrejelzés</i>	<i>Időtáv és gyakoriság</i>	<i>Modell-használat</i>	<i>Monetáris politikai fellelvés</i>
<i>Cseh</i>	Negyedévente részletes előrejelzések publikálása	diszkrét bevonás	Pont-előrejelzés és sáv	6-8 negyedévre előre, negyedévente	Strukturális modellek, parciális egyenletek, szakértői info	Feltételes és feltétel nélküli
<i>Magyar</i>	Negyedévente részletes előrejelzések publikálása	iteratív	Pont-előrejelzés és legyezőábra	6-8 negyedévre előre, negyedévente	Parciális egyenletek, szakértői info, szimulációs modellek	Feltételes
<i>Lengyel</i>	Negyedévente visszatekintő elemzés publikálása	nem vesznek részt	Pont-előrejelzés és scenáriók	4-6 negyedévre előre, havonta	Strukturális modellek, parciális egyenletek, szakértői info	Feltételes és feltétel nélküli
<i>Szlovák</i>	Éves publikációk, havi frissítés	interatív	Sáv előrejelzés	4 negyedévre előre havonta	Nincs modell, jórészt szakértői információk	n/a
<i>Szlovén</i>	Félévente publikálás	nem vesznek részt	Pont-előrejelzés és sáv	8 negyedévre előre, évente legalább kétszer	Strukturális modellek, szakértői info	Feltételes

5. 4 Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?

Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Ezt jártuk körül az *MNB Háttér tanulmányok* sorozatban februárban, 2002/1. számmal közzétett elemzésünkben. Azt vizsgáltuk, hogy önmagában az EU-belépés milyen belföldi élelmiszerár-hatásokkal járhat annak érdekében, hogy felmérjük, az élelmiszerek hazai árszintjében rejlik-e olyan „inflációs bomba”, amelyet az EU-csatlakozás aktiválhat.

A hazai közvéleményben elterjedt egyik nézet szerint ugyanis a magyarországi élelmiszerek EU-hoz viszonyított árszintje a csatlakozás következtében gyorsan és erőteljesen fog emelkedni. A kérdés jelentőségét az uniós csatlakozást követő fázis, az euróövezethez való magyar csatlakozás szándéka adja: ennek ún. maastrichti kritériumai – egyebek mellett – az infláció igen alacsony szintre csökkentését írják elő. Az inflációs kritériumnak való megfelelés szempontjából az EU-csatlakozást követő időszak kritikus időszaknak számít; ezért választottuk ezt a periódust elemzésünk fókuszának.

A hazai *mezőgazdasági termelői* árakat vizsgálva megállapítottuk, hogy a fogyasztói árak szempontjából meghatározó körben a kilencvenes évek végére azok már megközelítették az európai országok árszintjét. A forint tartósan tekinthető nominális felértékelődése tovább erősítette e folyamatot.

Az *élelmiszerek fogyasztói* árszintje ugyanakkor Magyarországon jóval az EU átlaga alatt van. Ennek értelmezését abban keressük, hogy az élelmiszerek árában jelentős a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő költségek súlya, illetve

az egyéb helyi tényezők szerepe. Mivel az előbbiek árszintje a gazdasági fejlettséggel arányos, az élelmiszerek ára az eltérő fejlettségű országok között tartósan különbözhet. Az utóbbi tényezők pedig általában fékezik az árumozgáson keresztül az árszint-kiegyenlítődést.

Hosszabb távon, az ország általános gazdasági felzárkózásával párhuzamosan tehát számíthatunk a fogyasztói árszint felzárkózására – ez azonban több évtizedes folyamat lesz, és nem függ össze közvetlenül az EU-csatlakozással.⁴¹

5.5 Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?

Mi „idősor” ... és mi nem az? Hogyan készíthetjük elő elemzésre a nyers gazdasági adatokat? Mely mutatók segítségével jellemezhetők a magyar gazdaság konjunkturális, inflációs vagy éppen egyensúlyi folyamatai? Mit tegyünk, ha ugyanazon jelenségre négyféle mérőszám is vonatkozik? Hogyan érhetők el az adatok: melyek tölthetők le elektronikusan, és melyek csak régi kiadványok lapozgatása révén érhetők el ...?

Ilyen kérdésekre próbálunk válaszolni a júliusban megjelent *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához* c. összeállításunkban. Célunk a hazai gazdasági adatokkal kapcsolatban felhalmozott elemzési tapasztalatunk megosztása a nyilvánossággal. Szeretnénk bemutatni, munkánk során mely adatokat tekintjük a hazai gazdasági folyamatok elemzése szempontjából relevánsnak és hogyan, mire használjuk azokat. A *Kézikönyv* 19 tematikus fejezetének tanulmányozása nagyban segíti a *Jelentés az infláció alakulásáról* c. kiadványban szereplő elemzések, előrejelzések megértését. A jegybanki szakértők által alkalmazott elemzési – előrejelzési „eszköztár” megismertetése, szándékunk szerint, fokozza a monetáris politikai döntéshozatal átláthatóságát és kiszámíthatóságát.

Az első kiadásban szereplő témák közül kiemelhető az elemzéseinkben alkalmazott fiskális keresleti hatás mutató módszertani és elvi háttérének bemutatása, illetve – mintegy kitérőként – négy közkeletű fiskális deficit mutató módszertani összehasonlítása. A hazai munkapiacot jellemző különféle statisztikai mutatók jellemzése is segítheti a tisztánlátást. Úttörőnek tekinthető végül, hogy bemutatjuk, tapasztalataink szerint a hazai lakossági és vállalati bizalmi indexek közül melyik jelzi előre a hazai gazdasági folyamatokat.

A *Kézikönyvet* csak elektronikusan jelentetjük meg, azt az [MNB honlapjáról](#) tölthetik le. Rövidesen közzé tesszük az angol nyelvű változatot is. A *Kézikönyvben* jelzett, máshol idősoros formában nem elérhető illetve saját „fejlesztésű” mutatók közül többet feltettünk az MNB honlapjára (például a fiskális keresleti hatás, bérinfláció, Reuters-felmérésbeli átlagos inflációs várakozások idősora).⁴²

Kiadványunkat a jövőben rendszeresen frissítjük, ahogy azt szükségesnek – és lehetségesnek – látjuk. Ehhez várjuk olvasóink észrevételeit, javaslatait!

⁴¹ Ugyanerre a következtetésre jutott az Agrárgazdasági Kutató és Informatikai Intézet (AKII) által nemrég megjelentetett tanulmány, ld. Orbánné N. M., A magyar élelmiszer-gazdaság termelői és fogyasztói árai az Európai Unió árainak tükrében, *Agrárgazdasági tanulmányok* 2002. 1.sz.

⁴² Ld. Pénzügyi adatok / Statisztikai adatok, idősorok alatt a X. pontban az [MNB honlapján](#).

5.6 Az euró bevezetésének gazdasági következményei

Magyarország európai integrációjának az EU-csatlakozás utáni legjelentősebb állomása az európai Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés, ami a nemzeti valuta feladásával, az euró hazai fizetőeszközként való bevezetésével jár együtt. Június végén megjelent, *Az euró hazai bevezetésének várható haszna, költségei és időzítése* című új MNB Műhelytanulmányunk részletekbe menően vizsgálja e lépés gazdasági következményeit.⁴³

Költség-haszon elemzésünkben az euróövezeti tagságból származó három legjelentősebb hasznot számszerűsítettük: a *tranzakciós költségek csökkenése*, a *külkereskedelem bővülése* valamint a *reálkamatok csökkenése* (illetve ezzel párhuzamosan a *folyó fizetési mérleg korlát lazulása*) nyomán bekövetkező nyereségeket. Az euró bevezetésének legfontosabb számszerű költsége az állami pénzteremtés hasznáról, az ún. *seigniorage jövedelemről való részleges lemondás*. Becsléseink szerint az euró bevezetésének számszerűsíthető hasznai Magyarországon jelentős mértékben meghaladják a költségeket, ami hosszabb távon az ország növekedési ütemének emelkedését, a Nyugat-Európához való jövedelmi felzárkózás (reálkonvergencia) gyorsulását eredményezi. Nem számszerűsíthető az euró bevezetésének az üzleti ciklus ingadozásaira gyakorolt hatása és ennek jóléti következményei. A saját valuta feladásával elvesz egy, az aszimmetrikus sokkok egy részét kezelni képes eszköz, ugyanakkor az aszimmetrikus sokkok egy potenciális forrása (feltörekvő piaci pénzügyi „fertőzés”) is megszűnik. GMU-tagországgá válva az aszimmetrikus sokkok valószínűsége Magyarországon a termelési szerkezet hasonlósága, az euróövezettel való kereskedelmi integráció előrehaladottsága és a ciklikus összhang következtében nem nagyobb, mint az euróövezet kevésbé fejlett tagországaiban. Az esetleg bekövetkező sokkokat a rugalmas ár- és béralkalmazkodás valamint a fiskális politika diszkrecionális eszközei legalább annyira képesek kezelni, mint a fejlettség tekintetében hozzánk legközelebb álló GMU-tagországokban. Elemzésünk tanulsága szerint tehát *Magyarország és az euróövezet* a legtöbb szempontból *optimális valutaövezetnek* számít.

Az euró bevezetésének optimális időzítését több tényező is befolyásolja. Egyrészt a korai euróövezeti belépéshez szükséges gyors dezinfláció és fiskális alkalmazkodás növelheti a reálgazdasági költségeket. Másrészt viszont célszerű az euró bevezetését minél előbb végrehajtani, mivel az addig tartó időszakban az ország intenzíven ki van téve a spekulatív tőkeáramlásoknak. Harmadrészt, a mielőbbi euróövezeti csatlakozás mellett elkötelezettség – különösen, ha ez a jegybank és a kormány konszenzusos célkitűzése – egy olyan „végpontot” jelent a piaci szereplők számára, amely az odáig tartó dezinflációt hitelessé teszi, ezáltal rendkívül kedvezően hat az inflációs várakozásokra, végső soron pedig csökkenti a dezinfláció költségeit.

⁴³ Csajbók Attila – Csermely Ágnes (szerk.): Az euró hazai bevezetésének várható haszna, költségei és időzítése, MNB Műhelytanulmányok / 24., 2002. június

A Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998

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 portfólió-átrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

1999. június

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

1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztói árindex: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?	18
A tranzakciós pénzkereslet alakulása a dél-európai országokban	28
Miért használunk negyedéves adatokat a külkereskedelem értékelésénél?	37
A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra	41
Mi állhat a meglepő foglalkoztatás-bővülés 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 ártézkedésektükreben	21
A kosárváltás hatása a hazai termelők versenyképességére	51

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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