



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2004. február

Az elemzés a MNB Közgazdasági főosztályán készül, Csermely Ágnes főosztályvezető általános irányítása alatt. A *Jelentés* elkészítését Ferenczi Barnabás, a Közgazdasági főosztály főosztályvezető-helyettese irányította Csajbók Attila, a Monetáris elemzési osztály vezetőjének, Kovács Mihály András, a Konjunktúra elemzési osztály osztályvezető-helyettesének és Jakab M. Zoltán, a Modellfejlesztési csoport vezetőjének segítségével. A publikációt Hamecz István ügyvezető igazgató hagyta jóvá.

A *Jelentés* egyes részeit készítették: Gyenes Zoltán, Kátay Gábor, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Oszlay András, Reppa Zoltán, Rezessy András, Sisakné Fekete Zsuzsa, Virág Barnabás, Vadas Gábor, Vonnák Balázs és Wolf Zoltán. A *Jelentésben* szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály és a Pénzpolitikai Főosztály további munkatársai is.

A *Jelentés* készítése során értékes tanácsokat kaptunk más MNB főosztályoktól, és a Monetáris Tanácstól is, amely 2004 február 9-ei és 23-ai ülésein tárgyalta az anyagot. A *Jelentésben* található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Antalffy Krisztina
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926

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

A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

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

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

Tartalomjegyzék

Összefoglaló.....	5
Előrejelzéseink összefoglaló táblázata	10
Az MNB előrejelzése összevetve más prognózisokkal	11
I. Pénzügyi piacok.....	12
I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés	12
I. 2. Árfolyamalakulás	15
I. 3. Hozamalakulás	18
I. 4. Monetáris kondíciók	21
II. Inflációs kilátások.....	24
II. 1. Az infláció alakulása 2003-ban	24
II. 1. 1. A forint/euró árfolyam hatása.....	27
II. 2. A fogyasztói árindex előrejelzése	28
II. 2. 1. Rövid távú előrejelzés	30
II. 2. 2. Hosszabb távú előrejelzés	32
II. 3. Inflációs várakozások	34
II. 4. Az előrejelzést övező kockázatok	37
II. 4. 1. A lakossági fogyasztás alakulásában rejlő kockázatok.....	39
II. 4. 2. A várakozások alakulásában rejlő kockázatok	39
II. 4. 3. Egyéb kockázati tényezők	40
III. A konjunktúra alakulása.....	41
III. 1. Kereslet	41
III. 1. 1. A külső kereslet alakulása	43
III. 1. 2. Az államháztartás keresleti hatása.....	45
III. 1. 3. Lakossági fogyasztás, felhalmozás és megtakarítás	48
III. 1. 4. Vállalati beruházások	54
III. 1. 5. Készletalakulás	56
III. 1. 6. Külkereskedelem.....	57
III. 1. 7. Külső egyensúly.....	59
III. 2. Termelés	63
IV. Munkapiac és versenyképesség.....	67
IV. 1. Munkaerő-felhasználás	68
IV. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség	74
IV. 3. Bérinfláció	77
IV. 4. Fajlagos munkaköltségek és versenyképesség	80
V. Aktuális kérdések	85
V. 1. A 2003 végére vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	85
V. 2. A fogyasztás-lassulás dezinflációs hatásai	89
V. 3. A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	91
V. 4. Mit tanulhatunk az 1999-es szlovákiai indirektadó-emelés tapasztalataiból?	93
V. 5. Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	99
V. 5. 1. Az államháztartás 2003. évi pozíciójának alakulása	100
V. 5. 2. Előrejelzésünk 2004-re.....	101
V. 5. 3. Előrejelzésünk 2005-re.....	107
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei	110

Összefoglaló

A forintbefektetések kockázati megítélése romlott

A forintbefektetésektől elvárt kockázati felár az elmúlt időszakban emelkedett. Mindez annak ellenére következett be, hogy az euró- és dollárkamatok továbbra is alacsony szinten maradtak és a feltörekvő piacok általános kockázati megítélése folyamatosan javult. A kockázati felár emelkedése gyengébb forintárfolyamban, és magasabb hozamokban nyilvánult meg, úgy az elmúlt három hónapban, mint 2003 egészében. A külföldi befektetők bizalmatlansága hátterében továbbra is a gazdasági folyamatok középtávú fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak állnak. A folyó fizetési mérleg hiánya miatt nőtt az árfolyam-várakozások bizonytalansága, ami magasabb árfolyam-kockázati prémiumban tükröződött. A 2003-as költségvetési hiány jelentős eltérése a kitűzött – és az év során több ízben módosított – céltól hasonlóképpen rontotta a kockázati megítélést.

Az eurózóna-csatlakozás várt időpontja kitolódott

A kockázati megítélés romlása összefüggésben áll a GMU-csatlakozás sebességére és módjára vonatkozó várakozásokkal is. A rendelkezésre álló információk azt sejtetik, hogy a piac egy lassabb csatlakozási menetrendre számít.

A kockázati megítélés romlása megjelent monetáris kondíciókban

A kockázati prémium emelkedése tükröződött a monetáris kondíciókban is: a reáleffektív árfolyam gyengült, a reálkamat pedig nőtt. A reálárfolyam szintje jelenleg mintegy 15 százalékkal haladja meg a sávszélesítést megelőző értéket. A reálkamat jelenlegi szintje az elmúlt évek átlagánál magasabb, azonban nem precedens nélküli. Utoljára az orosz válságot követő másfél évben figyelhetünk meg ekkora értéket, ami szintén a kockázati prémium emelkedésével függött össze.

Az infláció tovább gyorsult 2003 végén

2003 negyedik negyedében az infláció gyorsulását figyelhetjük meg. A gyorsulás egyaránt tapasztalható volt a maginflációban és a monetáris politika szempontjából nem befolyásolható termékek körénél. Miközben a maginfláció gyorsulása megfelelt várakozásainknak, az egyéb tényezők áremelkedése novemberi prognózisunknál jobban gyorsult, amit elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek árának utolsó negyedévi megugrása okozott. Így a decemberi infláció az előző *Jelentésünkben* vártnál magasabb, 5,7 százalék lett.

A maginfláció tavalyi gyorsulásához keresleti és kínálati tényezők, valamint az inflációs várakozások is hozzájárultak. A továbbra is gyorsan bővülő magas lakossági fogyasztás a keresleti oldalról erősítette az inflációs nyomást. Költségoldalon a fajlagos bérköltségek továbbra is gyors ütemű emelkedése, valamint a – sáveltolás óta a korábbiaknál tartósan gyengébb szinten stabilizálódott – forint árfolyam import-költségekre kifejtett hatása erősítette az inflációs nyomást. Nem támogatta a deflációt a várakozások alakulása sem. A gazdaság különféle csoportjait elemző felmérések adatai szerint az inflációs várakozások 2003 folyamán fokozatosan emelkedtek.

Emelkednek az inflációs várakozások

Jelentésünkben a korábbiaknál részletesebben elemezzük az inflációs várakozások alakulását. Értékelésünk szerint ugyanis az inflációs várakozásoknak döntő szerepe lehet abban, hogy jövőre tovább folytatódik-e a defláció, vagy az indirekt (főleg ÁFA és jövedéki) adók emelése az infláció tartós gyorsulását okozza. A legfrissebb adatok szerint a gazdaság minden szereplője a magasabb inflációt vár az elkövetkező időszakban, kérdéses azonban, hogy a várakozások emelkedése mennyiben bizonyul tartós jelenségnek.

Előrejelzésünk feltevései

Előrejelzésünk a Bank korábbi gyakorlatának megfelelően több szempontból is feltételes. A változatlan monetáris politika feltevése azt jelenti, hogy az utolsó

teljes hónap átlagos árfolyam és kamat értékét, illetve a hozamgörbe alakját rögzítettük a teljes előrejelzési horizonton. Ez azt is jelenti, hogy prognózisunkban érvényesül a novemberi végén megemelkedett kamatszint közvetlen transzmissziós hatása és az árfolyamon keresztüli közvetett hatása is 2004. januárig bezárólag.

A fiskális politika esetében 2004-ben a költségvetési törvény mellett a kormány által tavaly év végén illetve idén januárban bejelentett takarékosági intézkedéseket vettük figyelembe. 2005-re feltételes előrejelzést készítettünk: az elsődleges egyenleg változását a kormány Középtávú Gazdasági Programjából származtattuk.

Az alap-előrejelzés az inflációs várakozások szempontjából is feltételes, azzal számolunk, hogy az indirekt adók emelése miatt bekövetkező 2004-es infláció-gyorsulás nem emeli a gazdasági szereplők várakozásait.

Az előrejelzés bizonytalanságának, azaz a legyezőábra kialakításakor a fenti feltevésektől való lehetséges eltérésekkel is foglalkozunk. Míg az inflációs célkövetés rendszerének logikájából következően a monetáris kondíciók megváltozásának hatását tudatosan nem vesszük figyelembe, addig a fiskális politika és a várakozások feltettől esetlegesen eltérő alakulásának kockázatára becslést adunk.

2004 első felében tovább emelkedik az infláció

Előrejelzésünk szerint az idei év első felében az infláció emelkedését valószínűsítik a maginfláció gyorsulása, az inflációs várakozások emelkedése és a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése. Az árnövekedés üteme azonban a piaci folyamatok által előidézettnél is jobban emelkedik a 2004 januárjától bevezetett kormányzati intézkedések következtében. Elemzésünk szerint az indirekt adók emelése mintegy két százalékponttal járul hozzá a fogyasztói árindex növekedéséhez.

Hosszabb távon folytatódhat a dezinfláció, ha az indirekt adók emelése nem emeli az inflációs várakozásokat

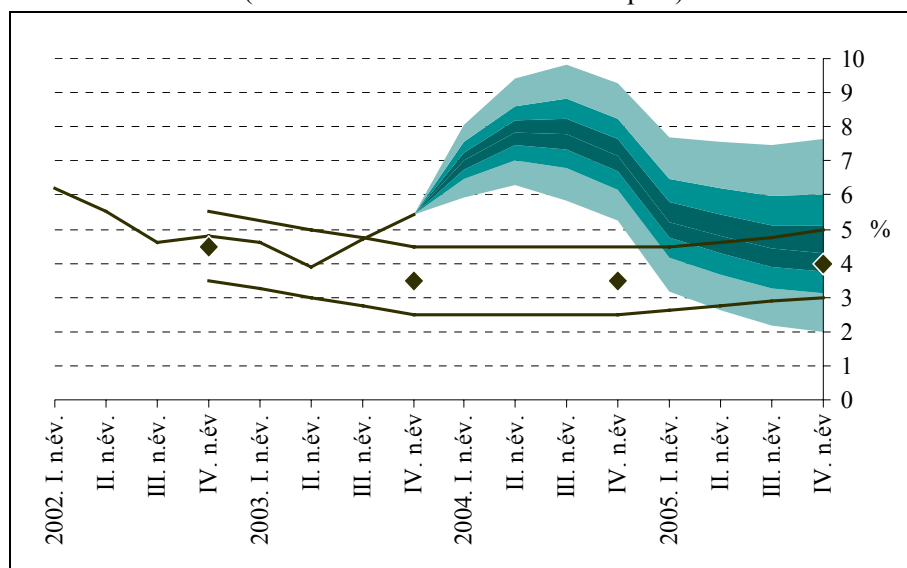
2004 második felétől értékelésünk szerint a korábbi gyors fogyasztásbővülés megtorpan, s a tervezett fiskális keresletszűkítés is az áremelkedés ütemének csökkenése irányába hat. Az inflációs nyomás a bérköltségek oldaláról is csökkenhet az év második felében, amennyiben a gazdasági szereplők az indirekt adók árnövelő hatását egyszeri árszintemelkedésként értelmezik és az infláció gyorsulása nem épül be tartósan az inflációs várakozásokba. Mindezen feltételek mellett 2004 decemberére 6,9 százalékos inflációt prognosztizálunk. Az inflációs várakozásokra vonatkozó feltevésünk teljesülése esetén a dezinfláció jövőre is folytatódik, 2005 decemberére fogyasztói árindex előrejelzésünk ez esetben 4,3 százalék.

2005-ben jelentősen felfelé irányuló inflációs kockázatok

Míg az idei évben összességében nem látunk jelentős aszimmetriát az előrejelzési kockázatokat illetően, 2005-ben viszonylag jelentős felfelé irányuló kockázattal számolunk. A jövő évi kockázatokat illetően a legfontosabb inflációs tényező lehet az inflációs várakozások esetleges tartós megemelkedése, Magyarország kedvezőtlen inflációs múltja miatt komoly kockázatot látunk abban, hogy az indirekt adók miatt emelkedő infláció az ár- és bérvárakozások tartós megemelkedését eredményezi. A magasabb infláció irányába mutató inflációs kockázatokat ugyanakkor mérsékli a lakossági fogyasztás feltételezettnél nagyobb lassulásának illetve a reálkamatok kereslet-csökkentő hatásának alacsonyabb infláció felé mutató bizonytalansága.

A 2005-ös előrejelzés bizonytalanságának jellegét mutatja, hogy jövő év végére az előrejelzési kockázatokat magában foglaló várható érték mutató fél százalékponttal magasabb, mint az alap-előrejelzésünk.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája
(előző év azonos időszakához képest)



Inflációs előrejelzéseink emelkedtek novemberhez képest

Novemberi előrejelzésünkhöz képest inflációs alap-előrejelzésünk 2004. decemberre egy százalékponttal emelkedett. Az elmozdulást a vártnál gyorsabban emelkedő bérköltségek, a korábbiaknál gyengébb forint árfolyam és a fogyasztás vártnál magasabb ütemű bővülése magyarázza. Emelte előrejelzésünket a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedésének 2003. évi megugrása is. A 2005-re jellemző inflációs folyamatokról alkotott képünk nem változott jelentősen, decemberre vonatkozó alap-előrejelzésünket 0,3 százalékponttal emeltük, elsősorban az előző év emelkedéséből származó bázishatás miatt.

Enyhén gyorsuló gazdasági növekedés

2003-ban a GDP becslésünk szerint 2,9 százalékkal nőtt, ami jelentős lassulást jelentett az előző évhez képest. 2004-2005 folyamán a növekedés fokozatos felívelésére számítunk, 3,1 illetve 3,2 százalékos bővülésre, ami több tényező ellentétes hatásaként adódik. Számításaink szerint a belső felhasználás bővülési üteme jelentősen lassul, elsősorban a lakossági fogyasztás és az állami aktivitás visszafogottsága miatt. Ezzel egyidejűleg, a külső konjunktúra élénkülésével párhuzamosan, az export jelentős gyorsulására számítunk, ami a növekedésen belül emeli a nettó export hozzájárulását. Értékelésünk szerint összességében a korábbi évek növekedési szerkezete megváltozik és a növekedés motorja a belső keresletről áttevődik a külkereskedelembre.

Növekvő fiskális kereslet-szűkítés

A fiskális politika a tavalyi 0,3 százalékos szűkítés után idén várhatóan a GDP 1,7 százalékaival mérsékli az aggregált keresletet, míg 2005-ben a kormány Középtávú Gazdasági Programjával (PEP) összhangban 1 százalékos kereslet-szűkítést feltételezünk.

Mivel a költségvetési hiány az elmúlt időszakban mind a külső egyensúly, mind az európai konvergencia-folyamat értékelése szempontjából reflektorfénybe került, *Jelentésünkben* ezentúl az államháztartási hiány szintjére vonatkozóan is közlünk feltételes előrejelzést. Előrejelzési elveinknek megfelelően a jelenleg elfogadott költségvetési intézkedések mellett idén 5,3 százalékos ESA-hiányra számítunk; így a 4,6 százalékos hiánycél eléréséhez további intézkedésekre lesz szükség.

Jövőre feltételezzük, hogy megvalósul a kormány Középtávú Gazdasági Programjában meghirdetett egy százalékpontos hiánycsökkentés. A jelenleg

	ismert bevételi és kiadási determinációk mellett ehhez a 2005-ös költségvetési évben az ESA-egyeneslegben a GDP 2,8 százalékát kitevő korrekcióra lesz szükség.
<i>Gyorsuló vállalati, visszaeső állami és lakossági beruházások</i>	2003 második felében a vállalati beruházások dinamikus emelkedésnek indultak, ami több tényező együttes hatásából adódott. Mind a nemzetközi bizalmi indexek, mind a nemzetközi makrogazdasági adatok azt tükrözik, hogy a világgazdaság kilábalóban van a 2001-óta tartó növekedési recesszióból, ami ösztönzi a vállalatok kapacitásbővítését. Ezzel egyidejűleg az elmúlt évek hazai makrogazdasági fejleményei a vállalatokat a tőkeintenzitás emelésére kényszerítik, hiszen az utóbbi két évben a bérköltségek növekedési üteme jóval meghaladta a termelékenységet, megdrágítva a munkaerő alkalmazását. Így a vállalati beruházások dinamikus bővülésére számítunk, amit hosszabb távon tompíthat a magasabbnak feltételezett reálkamatok következtében emelkedő tőke költség. Ezzel egyidejűleg a fiskális kiigazító lépések az állami beruházások visszaesését vetítik előre, a kedvezményes lakáshitelek feltételeinek tavalyi szigorítása pedig a lakossági beruházások visszaesésében is éreztetheti hatását.
<i>Lassuló lakossági fogyasztás- bővülés</i>	2003 során végig fennmaradt a lakossági fogyasztás bővülésének korábban nem látott ütemű dinamikája, 2004-től azonban a lakossági fogyasztás jelentős lassulása várható. A lakossági reáljövedelem bővülésének üteme idén várhatóan jelentősen csökken, a bérek és az állami transzferek korábbiaknál lassabb reálérték bővülése miatt. Másrészt, az utóbbi időben a lakosság bizonytalanság-érzése is emelkedett, ami a fogyasztás hajlandóság csökkenéséhez vezethet. Végül, mivel a támogatott lakáshitelek részben fogyasztást is finanszíroztak, a feltételekben tavaly bekövetkezett szigorítás szintén a fogyasztást lassító hatást erősíti.
<i>Kiugró ipari aktivitás, stabil szolgáltató- szektor</i>	Bár az ipar lassú élénkülése már 2002 első felében megkezdődött, a külső konjunktúra élénkülésének első nyilvánvaló jeleként 2003 utolsó negyedében jelentős gyorsulást mutatott az ipari termelés és exportértékesítés, miközben a szolgáltató-szektor bővülésének üteme sem lassult. Előrejelzési horizontunkon az ipari szektor gyors ütemű bővülésére számítunk, bár az előző év végi rendkívül magas növekedési dinamika tartós fennmaradását nem valószínűsítjük. A piaci szolgáltatások esetében a korábbi bővülési ütem lassulásával számolunk a lassuló lakossági fogyasztás és az élénkülő külső konjunktúra eredményeként.
<i>Fokozatos külpia- ci részesedés növekedés</i>	Az ipari aktivitás élénkülése tükröződött az áruexport erőteljes tavalyi év végi növekedésében is. Becslésünk szerint a hazai vállalatok külpia- ci részesedésének korábbi csökkenése már 2003 harmadik negyedében megfordult. Előrejelzésünk szerint az export a korábban prognosztizáltnál gyorsabban fog idén is növekedni, aminek következményeképp a külpia- ci részesedésünk emelkedése a korábban tapasztalt ütemben folytatódik.
<i>Ellentmondásos munkapiaci alkalmazkodás</i>	2003 második felében a versenyszférabeli bérinfláció megtorpanásának lehattunk szemtanúi, ami ellentétes szektorális elmozdulásokat tükrözött. A feldolgozóiparban a bérinfláció stagnált, a foglalkoztatottság lassú csökkenésével és a termelékenység emelkedésével egyidejűleg. Mindeközben a feldolgozóiparban egyes mutatók a munkakereslet élénkülését tükrözték: az átlagosan ledolgozott munka-órák és a bejelentetett üres álláshelyek száma is emelkedett. A piaci szolgáltató-szektorban ugyanakkor az év vége felé a bérinfláció gyorsulásnak indult, elsősorban a továbbra is magas lakossági kereslet miatt, miközben a létszám és a termelékenység is a korábbi ütemben stabilan emelkedett. Mindezek eredményeként az év második felében a fajlagos bérköltség a feldolgozóiparban csökkent, a szolgáltató-szektorban pedig a korábbi magas növekedési ütemhez képest is gyorsult.
<i>A bérinfláció</i>	A fenti folyamatok gyors megváltozását az idei évre sem valószínűsítjük. A

<i>üteme lassan fog csökkenni</i>	feldolgozóiparban a bérinfláció ütemének lassú csökkenésével számolunk, míg a piaci szolgáltatásoknál a bérinfláció átmeneti gyorsulása után a mérséklődő fogyasztói kereslet hatására újra csökkenő pályát valószínűsítünk. Mindezek következtében 2004-ben gyakorlatilag stagnáló, 2005-ben csökkenő ütemű versenyszférai bérinflációval számolunk. A bérinfláció 2005-ös mérséklődése kizárólag akkor következhet be, ha a gazdasági szereplők az indirekt adók emelését egyszeri árszintemelő tényezőnek tekintik. Amennyiben a várakozások beragadnak, fennáll a veszélye, hogy a bérinfláció 2005-ben is az előző évi szinten marad, jelentősen növelve a költségoldali inflációs nyomást.
<i>Bővülő foglalkoztatottság</i>	A bérinfláció lassú várható mérséklődésével párhuzamosan a versenyszféra foglalkoztatottságának növekedésére számítunk 2004-2005 folyamán. Míg a piaci szolgáltatások foglalkoztatottságának üteme a korábbi évek dinamikájához képest némileg mérséklődik, a feldolgozóiparban a külső konjunktúra és a termelési aktivitás élénkülésével párhuzamosan a korábbi visszaeső munkakereslet stagnáló, majd 2004 végétől fokozatosan emelkedő foglalkoztatottsággal párosulhat.
<i>Javuló feldolgozóipari versenyképesség</i>	A kiugró termelési aktivitás és a mérséklődő foglalkoztatottság a termelékenység jelentős mértékű emelkedésével járt együtt a feldolgozóiparban az utóbbi időszakban. Mivel előrejelzésünkben az elkövetkező időszakban is dinamikus termelékenységbővüléssel számolunk, a mérséklődő bérinfláció és a korábbiaknál gyengébb nominál-árfolyam feltevés a költség-versenyképesség némi javulását vetíti előre az előrejelzési horizonton is.
<i>Lassan javuló külső egyensúly</i>	2003-ban az államháztartás finanszírozási igénye a GDP 0,7 százalékaival csökkent, miközben a magánszektor finanszírozási képessége a GDP közel három százalékaival esett vissza. A külső finanszírozási igény növekedését az okozta, hogy a lakosság pénzügyi megtakarítási hajlandósága jelentősen csökkent, részben az államilag támogatott lakáshitelezés következményeként. Ehhez járult hozzá a vállalati szektor beruházási ciklusának kezdődő felívelése, ami szintén növelte a külső finanszírozási igényt. Idén az államháztartás finanszírozási igényének mintegy egy százalékos csökkenését jelezzük előre, miközben a magánszektor finanszírozási kapacitása némileg emelkedik. A lakosság esetében a lakáshitelezés szigorítása miatt a nettó finanszírozási képesség enyhe növekedésére számítunk, a vállalatok beruházási aktivitása pedig tovább élénkül, de jövedelmezőségük ezzel arányosan nő. 2005-ben, a kormány Középtávú Gazdasági Programja alapján készült alap-előrejelzésünk szerint tovább folytatódik a fiskális keresletszűkítés. A háztartások megtakarításai nőnek a lassú fogyasztásbővülés és a lakásberuházások visszaesésének következtében. A vállalatok felhalmozási kiadásai továbbra is magas szinten maradnak, miközben jövedelmezőségük ennél kisebb mértékben nő. Az egyes szektorokban várt elmozdulások 2004-ben kisebb mértékben, jövőre pedig már határozottan csökkenő külső finanszírozási igényt eredményeznek.

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata

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

	2002	2003				2004				2005			
	Tény	Becslés				Előrejelzés							
		nov.	Új			nov.	Új			nov.	Új		
Fogyasztói árindex*													
December	4,8	5,1	5,7			5,9	6,9			4,0	4,3		
Éves átlag	5,3	4,6	4,7			6,6	7,4			4,2	4,7		
Nettó infláció, december ¹	n.a.	n.a.	n.a.			n.a.	4,8			n.a.	3,8		
Nettó inflációs, éves átlag ¹	n.a.	n.a.	n.a.			n.a.	5,7			n.a.	4,2		
Gazdasági növekedés													
Külső kereslet (GDP alapon) ²	0,8	0,5	0,5			1,6	1,9			2,4	2,5		
Lakossági fogyasztási kiadás	10,5	7,8	8,9			2,3	3,1			2,6	0,9		
Állóeszköz-felhalmozás	7,2	3,6	2,2			3,9	5,4			4,5	2,6		
Belföldi felhasználás	5,3	6,6	6,1			2,3	3,0			3,0	1,7		
Export	3,8	3,4	9,1			7,5	9,5			8,1	9,1		
Import	6,1	8,0	12,8			6,0	8,9			7,0	7,0		
GDP	3,5	2,9	2,9			3,2	3,1			3,6	3,2		
Folyó fizetési mérleg hiány													
A GDP százalékában	4,0	6,4	8,6 ³	5,6	8,2 ³	6,0	8,1 ³	5,2	7,8 ³	5,3	7,3 ³	3,9	6,6 ³
Milliárd euróban	2,8	4,7	6,4 ³	4,2	6,1 ³	4,7	6,4 ³	4,1	6,1 ³	4,5	6,2 ³	3,3	5,5 ³
Államháztartás													
ESA-deficit a GDP százalékában	9,2	n.a.	5,8			n.a.	5,3			n.a.	4,3		
Keresleti hatás	4,2	(-0,4)	(-0,3)			(-0,8)	(-1,7)			(-0,8)	(-1,0)		
Versenyszféra munkapiac													
Bérinfláció	12,6	9,2	9,3			8,3	9,3			6,5	8,0		
Foglalkoztatottság ⁴	n.a.	n.a.	1,1			n.a.	1,5			n.a.	0,4		

* A 2003-ra vonatkozó adat tény ¹ Nettó infláció nettó (2) mutatóként definiálva, az ÁFA-tól és a jövedéki adóktól megtisztított fogyasztói árindex ² A korábbi Jelentések összefoglaló táblájában exportpiacaink méretét (az importalapú külső keresletet) szerepeltettük, ld. III.1.1. fejezetet. ³ becsült újrabefektett jövedelmekkel együtt. ⁴ Előrejelzésünk közvetlenül nem vethető össze a korábbi előrejelzéseinkkel, mert eltérő körre vonatkozik (ld. IV. fejezet).

Az MNB előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2004	2005
Fogyasztói árindex (december/előző év december, százalék)		
MNB *	6,9	4,3
Európai Bizottság (2003. október)	5,1	3,8
Reuters-felmérés (2004. január)	6,0	4,3
Fogyasztói árindex (éves átlagos növekedés, százalék)		
MNB *	7,4	4,7
Consensus Economics (2004. január) ²	6,6	4,3
Európai Bizottság (2003. október)	6,1	4,1
IMF (2003. szeptember)	5,5	n.a.
OECD (2003. november)	6,5	4,5
Reuters-felmérés (2004. január)	6,6	4,6
GDP (éves növekedés, százalék)		
MNB *	3,1	3,2
Consensus Economics (2004. január) ²	3,0	3,6
Európai Bizottság (2003. október)	3,3	3,9
IMF (2003. szeptember)	3,5	n.a.
OECD (2003. november)	3,3	3,8
Reuters-felmérés (2004. január)	3,0	3,6
Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban) ¹		
MNB *	4,1	3,3
Consensus Economics (2004. január) ²	4,1	3,7
Reuters-felmérés (2004. január)	4,5	4,1
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában) ¹		
MNB *	5,2	3,9
Európai Bizottság (2003. október)	4,9	4,6
IMF (2003. szeptember)	5,4	n.a.
OECD (2003. november)	5,5	5,5
Államháztartás ESA-hiánya (a GDP százalékában)		
MNB *	5,3	4,3
Consensus Economics (2004. január) ^{2,3}	4,7	3,9
IMF (2004. február) ⁴	5,3	n.a.
Reuters-felmérés (2004. február) ^{3,5}	5,0	n.a.

* Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések. Bizonyos gazdaságpolitikai változókra (monetáris és fiskális politika) és egyes külső feltevésekre (dollár árfolyam, olajár) nem feltétlenül a legvalószínűbb esetet vesszük alapul, az előrejelzés rögzített szabályok alapján készül. Így az MNB előrejelzések nem mindig hasonlíthatók össze másokéval közvetlenül.

Források: Európai Bizottság *Economic Forecasts, Autumn 2003*; OECD *Economic Outlook* (2003. november); IMF *World Economic Outlook* (2003. szeptember).

¹ A 2003-ban érvényes fizetési mérleg módszertan szerint (újrabefektetett jövedelmek nélkül).

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

³ A Consensus Economics és a Reuters-felmérésbeli válaszokat is ESA-hiányként értelmezzük.

⁴ Az IMF 2004.évi, IV.cikkely szerinti konzultáció megbeszéléseinek előzetes megállapításai.

⁵ A február 3-i rendkívül, tematikus Reuters-felmérésből számított eredmény.

I. Pénzügyi piacok

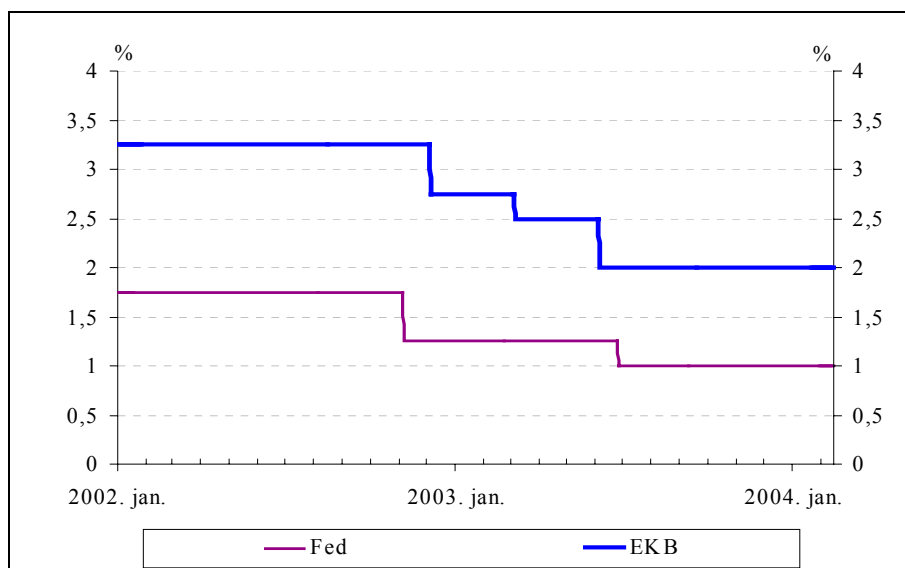
I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés

Nyitott tőkepiacú, kis országgént a hazai pénzügyi piacokra számottevő hatást gyakorolnak a külföldi (elsősorban az euró- és dollár-) kamatok valamint a globális kockázati megítélés. Magyarországot ez idő szerint a külföldi befektetők többsége a kockázatosabb, feltörekvő piaci kategóriába sorolja. A forintbefektetések iránti kereslet alakulásában ezért fontosak a befektetők kockázattvállalási hajlandóságának, a feltörekvő piacokra vonatkozó „kockázati étvágyának” változásai.

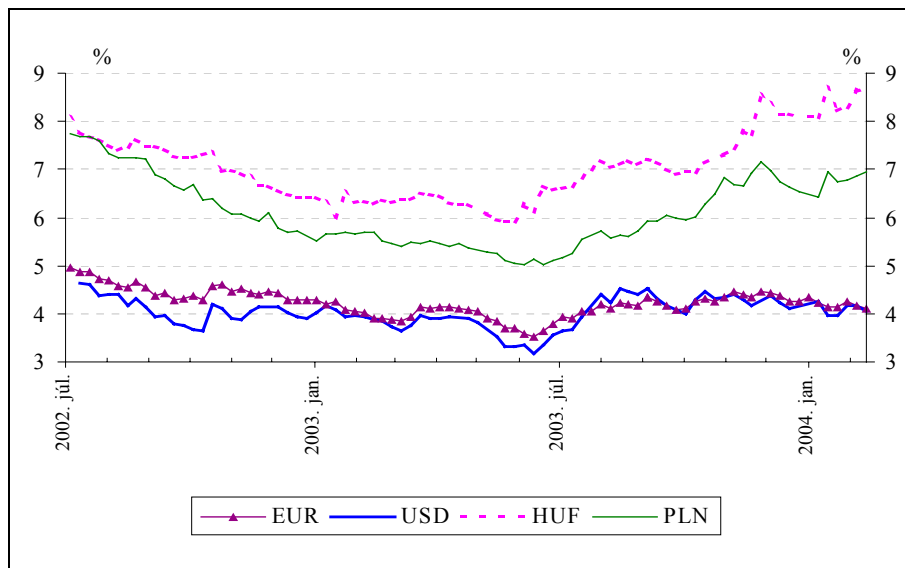
A két kulcsdeviza rövidlejáratú kamatai 2003 közepétől változatlanul alacsony szinten állnak. Annak ellenére, hogy az újabb információk az amerikai konjunktúra élénküléséről árulkodnak, a fellendülés folytatódásával kapcsolatos bizonytalanság továbbra sem csökkent jelentősen, ezért a Fed a közeljövőben nem valószínűsít kamatemelést. Ezzel összhangban a kamatvárakozásokat megtestesítő 30 napos határidőre szóló Fed kamat futures-ök sem mozdultak el az 1 százalékos szintről. Hasonlóan nem valószínű az euróhozamok szignifikáns emelkedése sem. Sőt, a rövid hozamok és az EKB irányadó kamatának várt alakulását jól mutató euró kamatfutures-ök éppenséggel csökkentek: a 2004. szeptemberi határidőre szóló három hónapos EURIBOR jelenlegi 2,2 százalékos szintje 60 bázisponttal alacsonyabb, mint a november végi érték. Az európai kamatvárakozások csökkenését magyarázhatja, hogy az elmúlt 3 hónapban az euró újabb 10 százalékkal értékelődött fel a dollárhoz képest.

A Fed és az EKB lépéseire vonatkozó várakozások tükröződtek a hosszú hozamok alakulásában is: az euró és dollár tízéves hozamok az elmúlt év egészére jellemző alacsony szinten maradtak, november óta még enyhén csökkentek is.

I-1. ábra: Fed és EKB irányadó kamatok

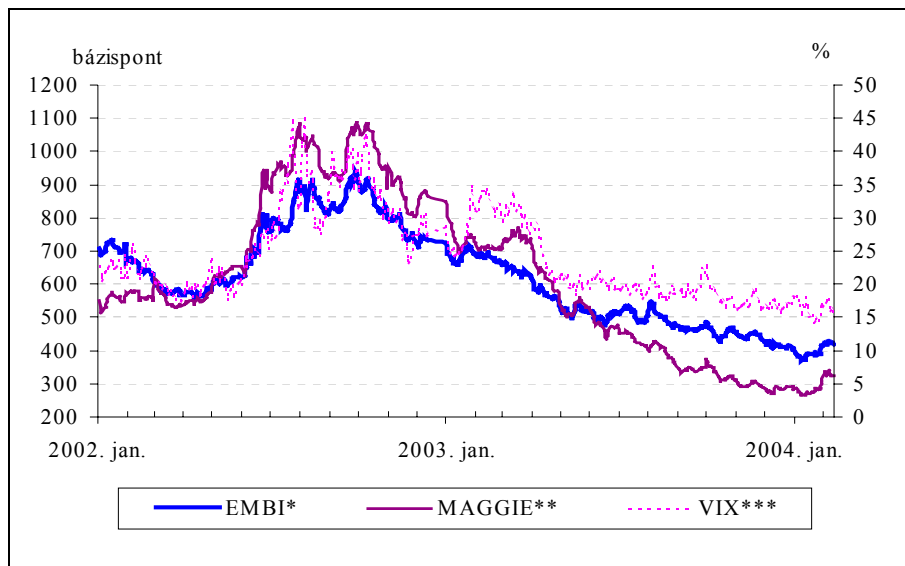


I-2. ábra: 10 éves hozamok



Legutóbbi jelentésünk óta nem csökkent a globális „kockázati étvágy”, ami nyilvánvaló összefüggésben áll azzal, hogy a két kulcsdeviza kamatai 2003 közepétől változatlanul alacsony szinten állnak. A nemzetközi befektetők a feltörekvő piaci instrumentumokkal szembeni hozamelvárásaikat az alacsony kockázatú eszközökhöz viszonyítva fogalmazzák meg. Az elhúzódó dekonjunktúra miatt kialakuló alacsony dollár- és euró kamatszintek következtében a befektetők érdeklődése az elmúlt másfél évben növekvő mértékben irányult a feltörekvő piacok és a magasabb hozamot biztosító, kockázatosabb eszközök felé. A befektetők érdeklődése továbbra is magas, amit jelez, hogy a szóban forgó időszakban minden vizsgált indikátor historikusan alacsony szintre csökkent. Előretekintve, amennyiben az év során nem történik változás a fejlett országok kamatciklusára vonatkozó várakozásokban, a feltörekvő piacok kockázati megítélése is kedvező maradhat.

I-3. ábra: Globális kockázati mutatók



*EMBI Global Composite (spread)

**MAGGIE – A JP Morgan-Chase által számolt euróban denominált állam- és vállalati kötvények, jelzáloglevelek indexe

***VIX – Az S&P500-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás (jobb skála)

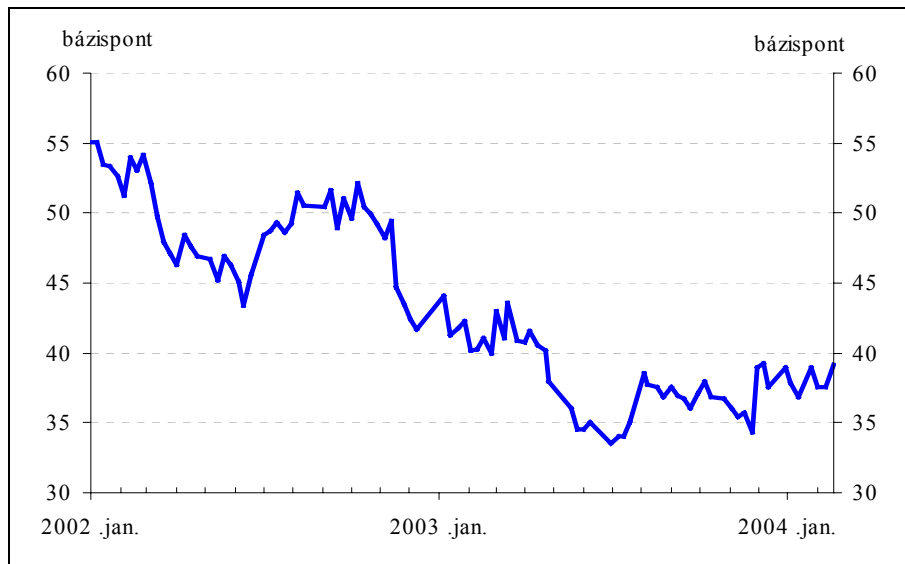
A feltörekvő piacok általában javuló kockázati megítélésével szemben a kelet-közép-európai régióval kapcsolatos bizonytalanság nem csökkent számottevően. Stabíl euróhozamok mellett a lengyel zloty tízéves hozamokban tartósan fennmaradt a szeptember-október környékén bekövetkezett emelkedés, a hosszú forinthezámok pedig november-december során is emelkedtek. A lengyel költségvetési kiigazítás körüli elhúzódó polémia egyértelműen éreztette negatív hatását. A régió megítélésének kilátásait rontja, hogy a fiskális reformmal kapcsolatban kialakult vitának politikai következményei lehetnek, mert a lengyel kormány előrehozott választásokat helyezett kilátásba arra az esetre, ha a parlament elutasítaná a reformról szóló törvényjavaslatot.

A forint kockázati prémiumát a regionális eseményeken túl a hazai gazdasági, gazdaságpolitikai fejlemények is növelték. A külföldi befektetők bizalmatlansága háttérben továbbra is a gazdasági folyamatok középtávú fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak állnak. A piaci szereplők megosztottak a tekintetben, hogy a folyó fizetési mérleg hiányának kezelése milyen mértékben szorít háttérbe más gazdaságpolitikai célokat. A 2003-as költségvetési hiány jelentős eltérése a kitűzött, és az év során több ízben módosított céloktól is rontotta a kockázati megítélést.

A külföldi devizában kibocsátott magyar államkötvények kamatfelára a legutolsó Jelentésünk óta nem változott számottevő mértékben. Ez azt jelzi, hogy a kockázati prémium elmúlt időszakban tapasztalt növekedése elsősorban az árfolyamkockázat növekedésének következménye, a magyar állam fizetőképességének megítélése számottevő mértékben nem romlott. Ez a kamatfelárlakon kívül tükröződik az egyelőre változatlan hitelbesorolásokban is. A magyar államadósság besorolási kilátásait tavaly ősszel negatívra módosító Fitch hitelminősítő intézet nem változtatott sem a devizában, sem a forintban denominált adósság besorolásán. A bizonytalanság azonban nem

csökkent a vizsgált időszakban, amit jól jelez a besorolás továbbra is fennmaradó negatív kilátása.

I-4. ábra: Az euróban kibocsátott magyar államkötvények kamatfelára

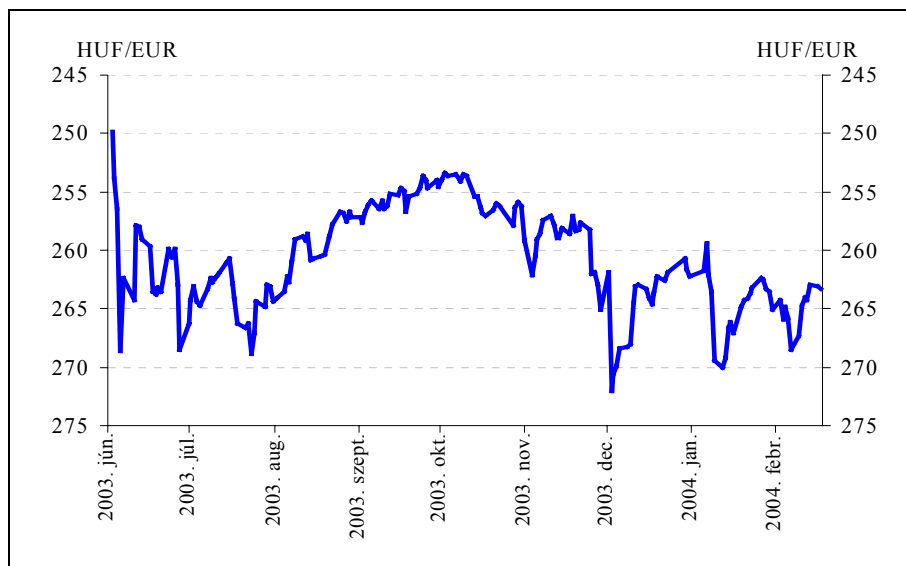


I. 2. Árfolyamalakulás

2003 novembere és 2004 januárja között a forint árfolyama mintegy 2 százalékkal értékelődött le, s egyúttal a volatilitása is jelentősen megnőtt. Az augusztustól októberig tartó viszonylag stabil időszakot követően novembertől a június-júliushoz hasonló mértékű árfolyam-ingadozás volt megfigyelhető.

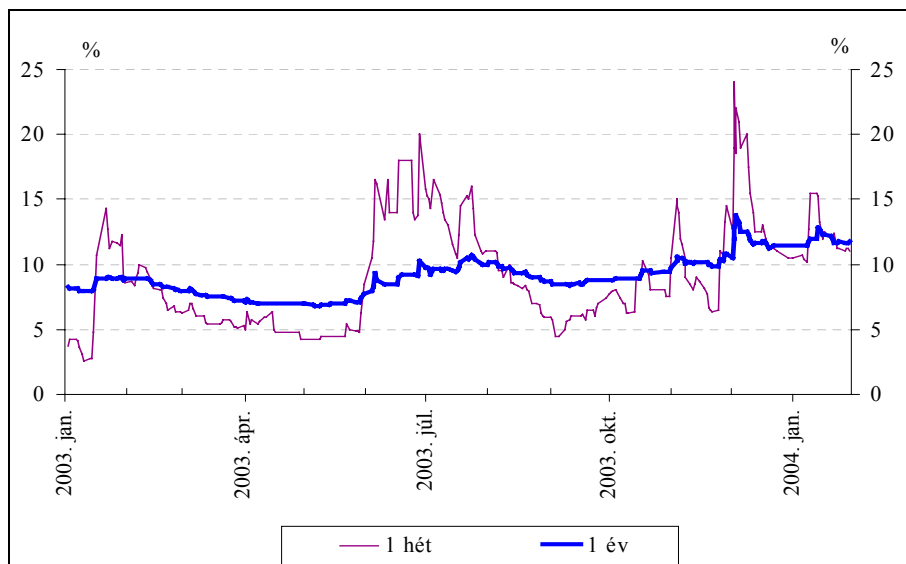
A vizsgált időszakban az árfolyam két alkalommal is jelentősen, ugrásszerűen leértékelődött: november végén és január elején. A két epizód azonban nem bizonyult tartósnak; mindkét gyengülés után egy valamivel kisebb mértékű korrekció következett. A november végi leértékelődésre válaszul a jegybank 3 százalékponttal megemelte irányadó kamatát. Decemberben az árfolyam korrekciója ment végbe, de január elején újabb gyengülés következett. A kormány ekkor jelentette be a tervezettnél jóval magasabb államháztartási hiányt, valamint az euró bevezetését célzó stratégia felülvizsgálata is ekkor került szóba. A januári eleji leértékelődés sem bizonyult tartósnak: hasonlóan a november végihez, lassú erősödés követte.

I-5. ábra: A forint árfolyama az euróval szemben



Az erősödő árfolyam-volatilitással összhangban a piaci bizonytalanság mutatói a vizsgált időszakban tovább növekedtek. A devizapiaci opciók áraiból számítható implikált volatilitások mind az egyhetes, mind pedig az egyéves horizonton emelkedtek. Ez azt jelzi, hogy az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatban megnőtt a bizonytalanság. Egyhetes horizonton az implikált volatilitás elérte a 2003. januárban illetve június-júliusban mutatott szintet. Egyéves horizonton 2003 januárja óta nem volt ilyen magas az értéke. Vagyis míg korábban az árfolyam-kilátások csak rövidtávon voltak bizonytalanok, ez a bizonytalanság most már hosszabb távra is érzékelhető.

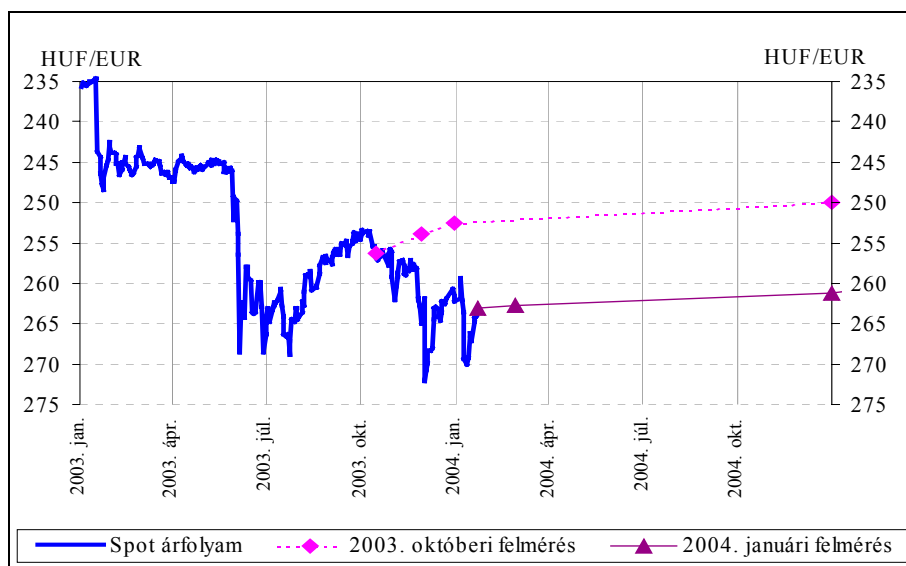
I-6. ábra: A forint/euró implikált volatilitások



Ugyanakkor a Reuters által készített elemzői körképek azt mutatták, hogy az árfolyam jövőbeli alakulását illetően nem csak a bizonytalanság nőtt meg, hanem annak várt pályája is módosult. A megkérdezett piaci elemzők 2004 végére vonatkozó átlagos árfolyam-várakozásai 2003. október és 2004. január között mintegy 4 százalékkal

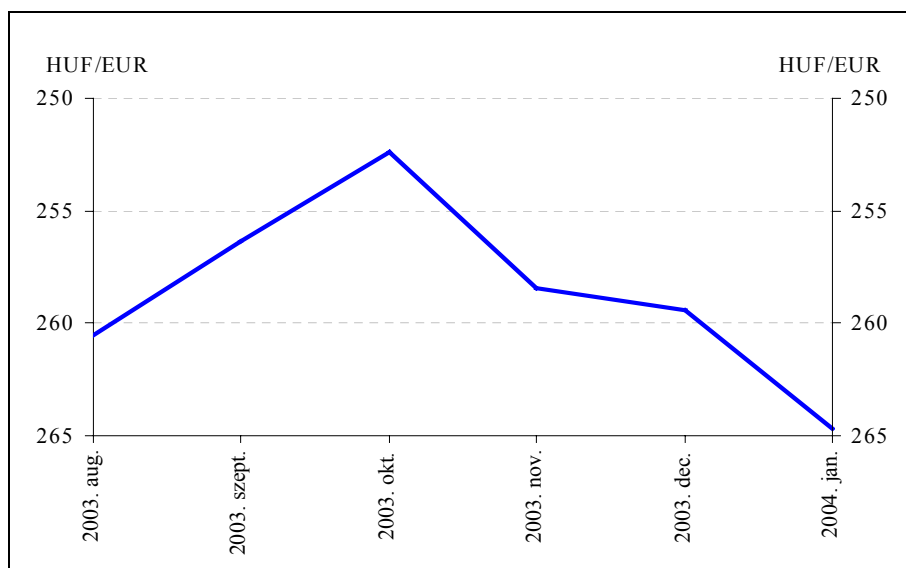
gyengültek, míg a spot árfolyam 2 százalékkal gyengült. Így elmondható, hogy míg 2003 októberében az elemzők még jelentős erősödést vártak 2004 végéig, addig 2004 januárjában inkább csak stagnálást. Megjegyezzük azonban, hogy a januári Reuters-felmérésben korábbiaknál jóval nagyobb tartományban szóródtak az év végi árfolyamra vonatkozó előrejelzések. Míg a legtöbb előrejelzés a 250-262 forint/euró tartományban volt, néhány külföldi elemző 280-as illetve 293-as szintet várt az idei év végére.

I-7. ábra: Reuters elemzői árfolyam-várakozások átlaga



Ezzel összhangban a Reuters felmérések azt is mutatták, hogy az elemzők leértékeltébb középparitást vártak a majdani ERM II rendszerben. November és január között a várt centrális paritás mintegy 2 százalékkal lett gyengébb, míg az ERM II belépési dátum nem változott jelentősen, az elemzők továbbra is 2004 második fele és 2005 környékére tették a belépést. Mindez azért fontos, mert az ERM II belépés időzítése és a várt középparitás befolyásolja az árfolyam-várakozásokat is.

I-8. ábra: Az ERM II középparitásra vonatkozó Reuters elemzői várakozások átlaga



I. 3. Hozamalakulás

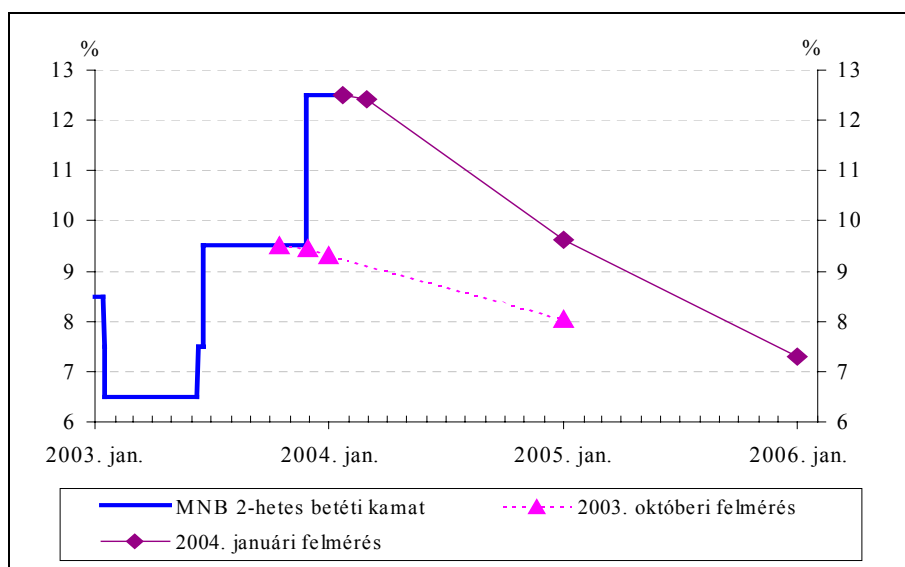
A Monetáris Tanács november 28-i 300 bázispontos kamatemelése nyomán jelentősen nőttek az állampapír-hozamok. A három hónapos referenciahozam emelkedéséből 200 bázispont tartósnak bizonyult, ami arra utal, hogy a kamatemelés nagyobb része a piacokat is meglepte. Az egyéves hozamok emelkedése - egy kezdeti túllövéstől eltekintve - 100, a tízévesé 50 bázispont volt. Januárban és februárban további hozamemelkedés ment végbe, leginkább az egyéves lejárat körül.

I-9. ábra: Állampapírpiazi referenciahozamok



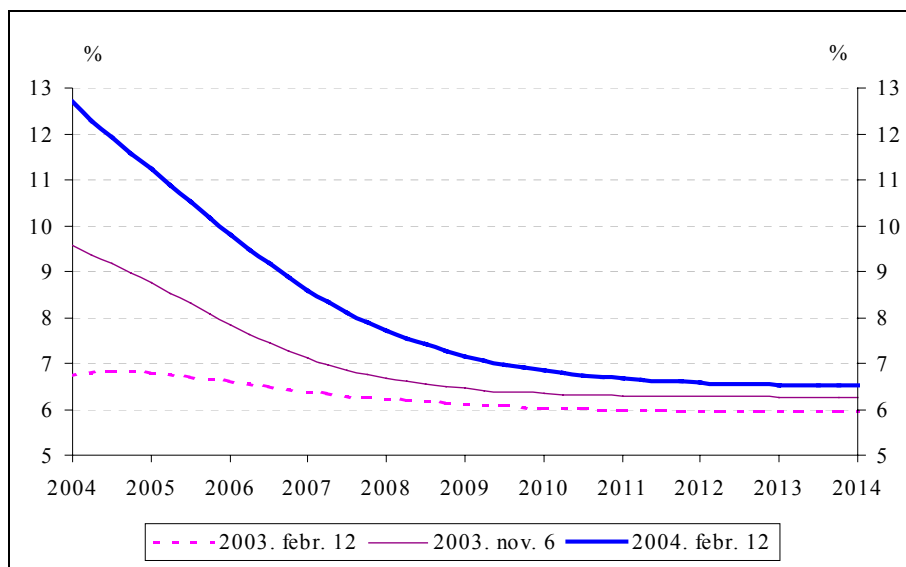
Az 1-2 éves lejáratú hozamok emelkedésének mértéke azt mutatja, hogy a piaci szereplők nem számítanak gyors és jelentős mértékű kamatcsökkentésre. Ezzel szemben a Reuters januári felmérésben az elemzők kevés kivétellel azt várták, hogy az év végére visszaáll az emelés előtti 9,5 százalékos irányadó kamat szint.

I-10. ábra: Az irányadó kamatra vonatkozó elemzői várakozások (Reuters-felmérés)



A származtatott forward-hozamok mozgásából következtetéseket vonhatunk le a különböző horizontokra vonatkozó kamatvárákozássokról. November és február vége között nem csak az azonnali egy éves hozam, hanem a távolabbi időpontokra vonatkozó forwardok is jelentősen emelkedtek, például a 2 év múlva kezdődő 200, a 4 év múlva kezdődő 100 bázisponttal. A forwardgörbe tehát azt jelzi, hogy a piac jelentős hozammérséklődésre, ugyanakkor a november eleji várákozáshoz képest jóval magasabb hozamszintre számít az elkövetkező években.

I-11. ábra: Származtatott egyéves forward-hozamok különböző időpontokra*



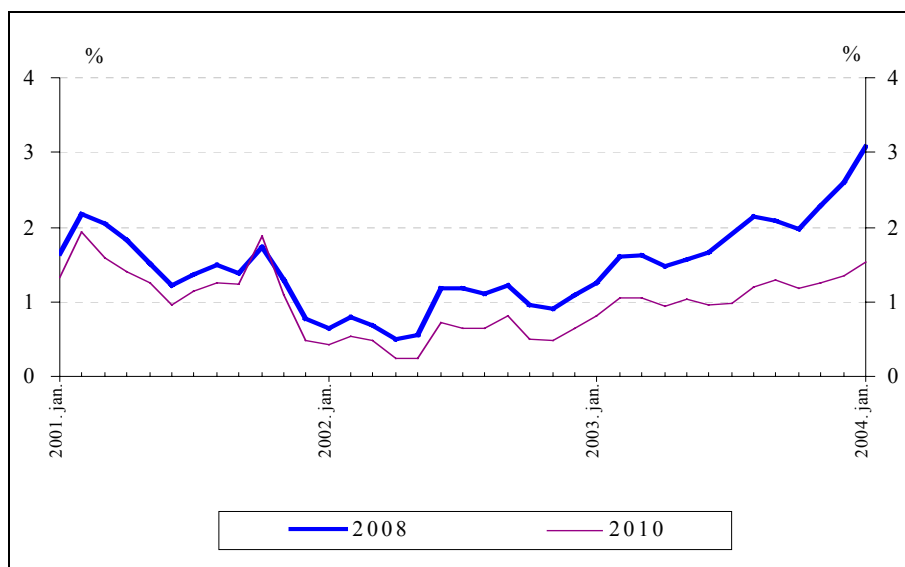
*A vízszintes tengely az egyéves forward kezdetét mutatja.

Az euró hozamgörbe ezalatt lefelé mozdult el, így a forward-különbszetekben még jelentősebb szétnyílást tapasztalhattunk. A kockázati prémium növekedése mellett nem zárható ki az sem, hogy a piaci szereplők egy gyorsabban leértékelődő (vagy lassabban felértékelődő) árfolyampályára számítanak a jövőben, és ezért követelnek meg magasabb hozamtöbbletet a forintszeközöktől. A Reuters felmérése alapján nem tapasztalható, hogy jelentősen változtak volna a rövidtávra vonatkozó átlagos felértékelődési várákozássok, bár 2004-re vonatkozóan a korábbi enyhe felértékelődés helyett átlagosan inkább stagnálásra számítanak az elemzők. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy a külföldi befektetési bankok egy része, melyek piaci súlyukhoz képest a felmérésben esetleg alulreprezentáltak, elemzéseikben gyorsan csökkenő jegybanki kamatokat és jelentősen leértékelődő árfolyamot vár. A piac megosztottsága párhuzamba állítható a nagyobb bizonytalansággal és a gyakran hektikusan változó árfolyammal, hozamokkal.

Az árfolyam-várákozássokat és a lejáratú hosszú hozamokat egy ideje a GMU-csatlakozási, és ERM II belépési stratégia is alakítja. Tavaly júliusban a kormány 2008-at jelölte meg GMU-csatlakozási céldátumként. Az egyéves forint-euró (származtatott) forwardkülönbszet erre az évre közel 1 százalékponttal, 2,5 százalék fölé emelkedett az elmúlt 3 hónapban. Ez 2000 eleje óta a legmagasabb érték. A 2010-re vonatkozó különbszet is emelkedett, de sokkal kisebb mértékben, és az idén januárban átlagosan 1,5 százalékos szintje a 2001. év átlagának felel meg. Mivel a GMU-ban nagy valószínűséggel jócskán 1 százalékpont alá csökken a kamatkülönbszet, mindez azt

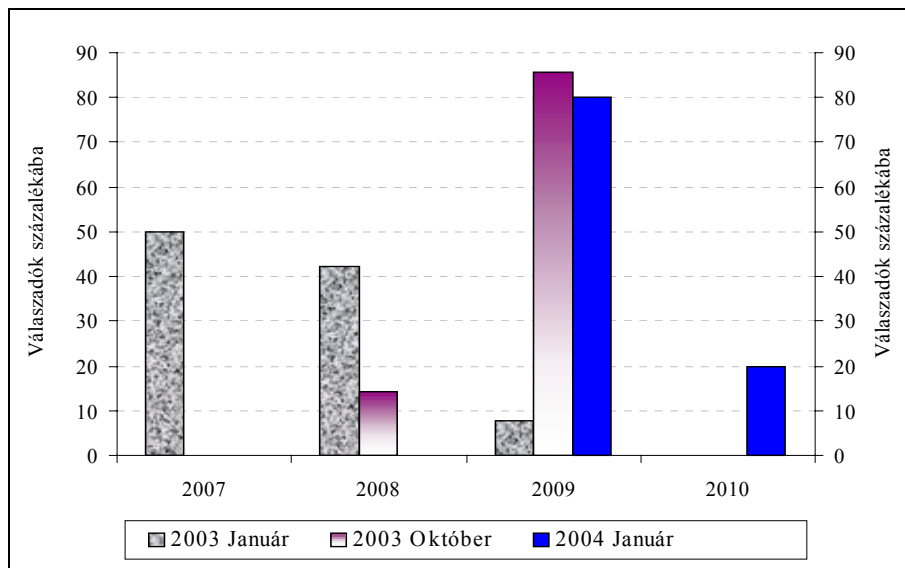
jelentheti, hogy kis valószínűséggel van csak beárazva egy gyors csatlakozás. Meg kell jegyezni, hogy a vizsgált időszakban (januárban) merült fel a kormány részéről is, hogy újragondolják a csatlakozási stratégiát, amit a piac a GMU-belépés esetleges elhalasztásaként értékelhetett.

I-12. ábra: Származtatott forwardkülönbszet rögzített időpontokra vonatkozóan



A Reuters felmérése megerősíti azt a magyarázatot, miszerint a csatlakozási várakozások kitolódása szerepet játszhatott a hozamok emelkedésében, valamint az árfolyam gyengülésében. A hozamalakulástól annyiban különbözik a kép, hogy ez a tendencia inkább 2003 egészére volt jellemző, az elmúlt negyedévre csak kisebb mértékben. 2003 januárjában a megkérdezett makroelemzők zöme még egy korai, 2007-2008-as GMU-csatlakozást tartott valószínűnek. Az év során a várakozások kitolódtak 2009-re. Az októberi és a 2004. januári felmérés között is tapasztalható elmozdulás egy későbbi időpont felé, bár a felmérés korántsem jelez olyan mértékű változást, mint amekkorát a hozamgörbe sugall.

I-13. ábra: GMU-csatlakozásra vonatkozó Reuters elemzői várakozások



Az árfolyam- és hozamalakulást, valamint a nemzetközi környezetet együtt értékelve az egyértelműen kirajzolódó kép a forintbefektetések jelentős mértékben romló kockázati megítélését mutatja. A folyamat igaz 2003 egészére, és az elmúlt három hónap eseményei is ebbe a tendenciába illeszkedtek. A kockázati prémium emelkedése nem folyamatosan, hanem diszkrét ugrásokban valósult meg. Ezekben az időszakokban átmenetileg jelentős túllövés volt megfigyelhető, ami után az árfolyam rendszerint egy gyengébb, a hozamgörbe pedig egy magasabb szinten stabilizálódott.

Piaci vélemények alapján az is egyértelműnek látszik, hogy elsősorban a folyó fizetési mérleg hiánya miatt, de az államháztartási hiány leszorítását övező nehézségek miatt is gondolják úgy sokan, hogy megnőtt egy tartósan leértékelt forintárfolyam veszélye. A várakozásokat övező bizonytalanság jelentősen nőtt az év során és az elmúlt három hónapban egyaránt. Az elsősorban országspecifikus (tehát nem fertőzőes) kockázati tényezők tehát a magasabb árfolyamkockázatban mutatkoztak meg. Ugyanebben az időszakban javult a globális kockázati megítélés, a regionális azonban továbbra is kedvezőtlen maradt.

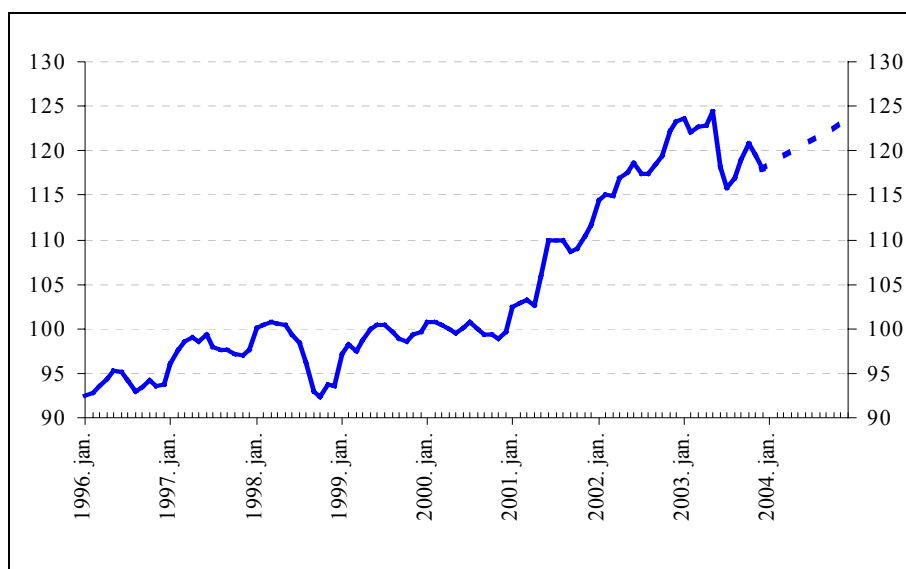
A megbomló külső és belső egyensúly miatt a piac várakozásai szerint a gazdaságpolitika olyan pályára állhat át, amely nem teszi lehetővé a gyors GMU-csatlakozást. A GMU-belépés várt időpontjának kitolódása a magasabbra várt jövőbeli kockázati prémiumon keresztül közvetlenül is hozzájárulhatott az árfolyamgyengüléshez és a hozamemelkedéshez.

I. 4. Monetáris kondíciók

A monetáris politika reálgazdaságra gyakorolt hatása döntően a reálárfolyamon és a reálkamaton keresztül érvényesül. Magyarországon a külkereskedelem meghatározó súlya miatt az árfolyamcsatorna szerepe a fontosabb. A következőkben röviden bemutatjuk, hogyan alakult e két változó, és a piaci szereplők mit gondolnak jövőbeli alakulásukról. A piaci várakozásokat a Reuters makroelemzői felméréséből vesszük, ami nem tekinthető a gazdasági szereplők összességét jól reprezentáló mintának, ám a tendenciákat illetően vélhetően jó közelítés.

A forint árfolyamának tavalyi gyengülése a több mint 3 százalékos magyar inflációs többlet mellett is a reáleffektív árfolyam - bő két évig tartó erősödése után - közel 5 százalékos gyengülését okozta. A makroelemzők 2004-re reálfelértékelődést várnak, elsősorban az inflációs különbség miatt. A várakozásokkal 2004 végére számított szint még mindig nem haladná meg a 2003 elejére jellemzőt. Tekintettel azonban arra, hogy a 2004-ben várható inflációs többlet egy része a vállalati szektor versenyképessége szempontjából semlegesnek tekinthető indirektadó-emelés következménye, a várt reálfelértékelődés csak kisebb mértékben értékelhető a monetáris kondíciók tényleges szigorodásaként.

I-14. ábra: Monetáris kondíciók: reálárfolyam*



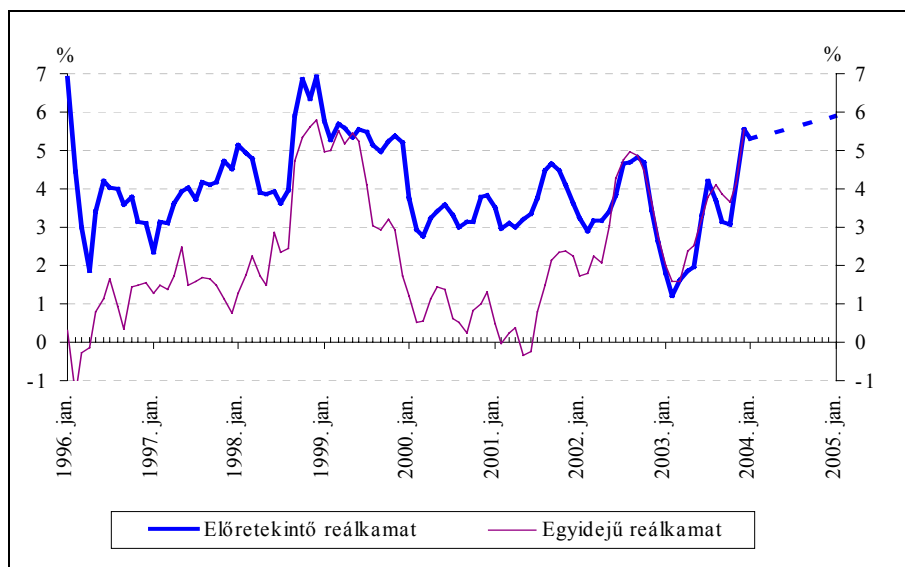
**Reál-effektív árfolyam, 2000 átlaga = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. A 2004 végére vonatkozó várakozást a Reuters inflációs és árfolyam-konszenzusával számítottuk feltételezve, hogy a kereskedelmi partnerek inflációja nem változik 2003-hoz képest, valamint hogy az effektív árfolyamra vonatkozó felértékelődési várakozások megegyeznek a forint/euróra vonatkozóval.*

A hozamok jelentős emelkedése 2003 utolsó hónapjaiban - meghaladva az inflációs várakozások emelkedését - megjelent az előretekintő reálkamatokban is. Az egyéves előretekintő reálkamat jelenlegi, több mint 5 százalékos szintje valamivel meghaladja az elmúlt években tapasztalt értékeket (1996 óta a historikus átlag 4 százalékos), ugyanakkor semmiképp nem nevezhető precedens nélkülinek. Utoljára az orosz válságot követő időszakban, 1998 második felében és 1999-ben volt a jelenlegihez hasonlóan magas előretekintő reálkamat-szint, amely akárcsak most is, döntően a kockázati prémium emelkedésének volt tulajdonítható.

A reálkamat jövőbeli alakulását illetően a piaci szereplők további emelkedést várnak: a származtatott forwardhozamok ugyanis kisebb hozamcsökkenési várakozást tükröznek, mint amekkora az infláció mérséklődésére vonatkozó várakozás, így a 2005 elejére várt reálkamat közel 6 százalék. A közgazdasági tartalma - így a monetáris kondíciók megítélése - szempontjából kevésbé fontos, ugyanakkor könnyen számítható, ezért gyakran idézett egyidejű reálkamat múltbeli szintjeihez képest jelentősebb emelkedést

mutatott.¹ Látni kell ugyanakkor, hogy az egyidejű reálkamat múltbeli, az előretekintő reálkamatnál alacsonyabb értékei az olyan időszakokban voltak jellemzőek, amikor a várakozásokban az infláció trendszerű csökkenése jelent meg. Alacsony inflációs környezetben, vagy növekvő inflációs várakozások esetén a kétféle módon definiált reálkamat természetesen közel kerül egymáshoz.

I-15. ábra: Monetáris kondíciók: reálkamat*



**Egyéves állampapír hozamok havi átlaga deflálva az aktuális 12-havi inflációval, valamint a Reuters egy évre előretekintő inflációs konszenzusával (év végekre, és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval számított érték). A 2005. januárra vonatkozó várakozást implikált forwardhozamból a Reuters inflációs konszenzusát felhasználva számítottuk.*

A monetáris kondíciók együttes alakulása az előző fejezetekben megállapított kockázati prémium emelkedést tükrözi vissza. A nominális árfolyam gyengülése meghaladta a külföldhöz viszonyított inflációs többletet, a nominális kamatok emelkedése pedig a magasabb inflációs várakozásokat.

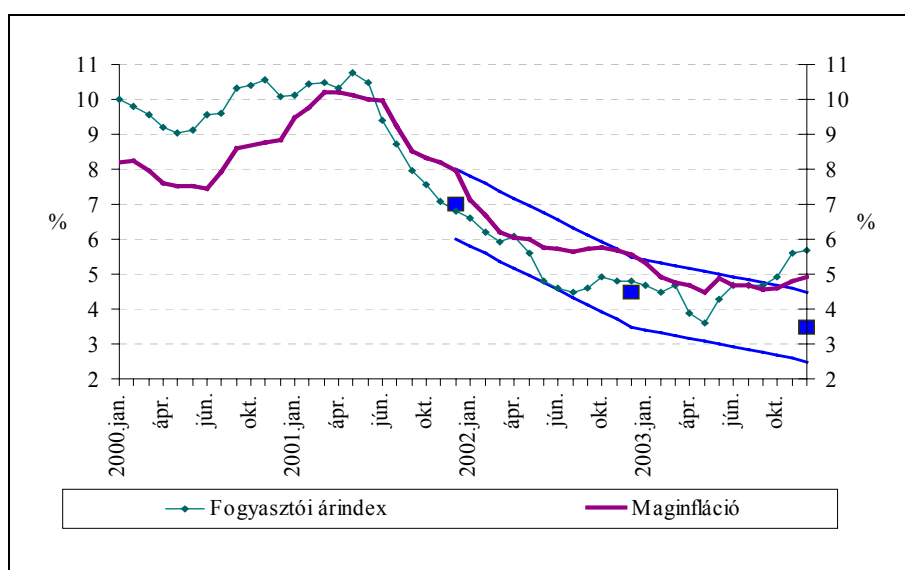
¹ Ld. „A reálkamat különféle számítási módjairól” című keretes írást a *Jelentés az infláció alakulásáról* 2000. decemberi számában.

II. Inflációs kilátások

II. 1. Az infláció alakulása 2003-ban

2003 decemberében a fogyasztói infláció mértéke 5,7 százalék volt. Ezzel a fogyasztói árak növekedési üteme lényegesen meghaladta a Magyar Nemzeti Bank által a 2003-as év végére kitűzött célértéket (4,5 százalék alatti infláció). Bár az inflációs cél a teljes fogyasztói árindexben volt meghatározva, a maginfláció értéke 4,9 százalék jelzi, hogy tavaly még a monetáris politika által közvetlenebbül befolyásolható, az általános tendenciát kifejező kör inflációja is meghaladta az inflációs célt.²

II-1. ábra: A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása az inflációs célhoz képest*
(éves növekedési ütemek)



* Az év végi pontok a meghirdetett inflációs célok értékét, a két vonal a célokhoz rendelt ± 1 százalékos toleranciasávot mutatja.

Az elmúlt esztendő az inflációs folyamatok tekintetében két, markánsan elkülöníthető időszakra bontható. Az első negyedévben még folytatódott a 2001. évi sávszélesítést követő időszakban tapasztalt dezinfláció, amit a monetáris politika által befolyásolható tényezők áralakulása mellett egyes időszakokban exogén tényezők is segítettek. A tavalyi év második negyedévében a 2001 közepétől tartó dezinflációs trend megtört, és az év második felében már a magasabb infláció irányába mutató tényezők determinálták a fogyasztói árak változását.

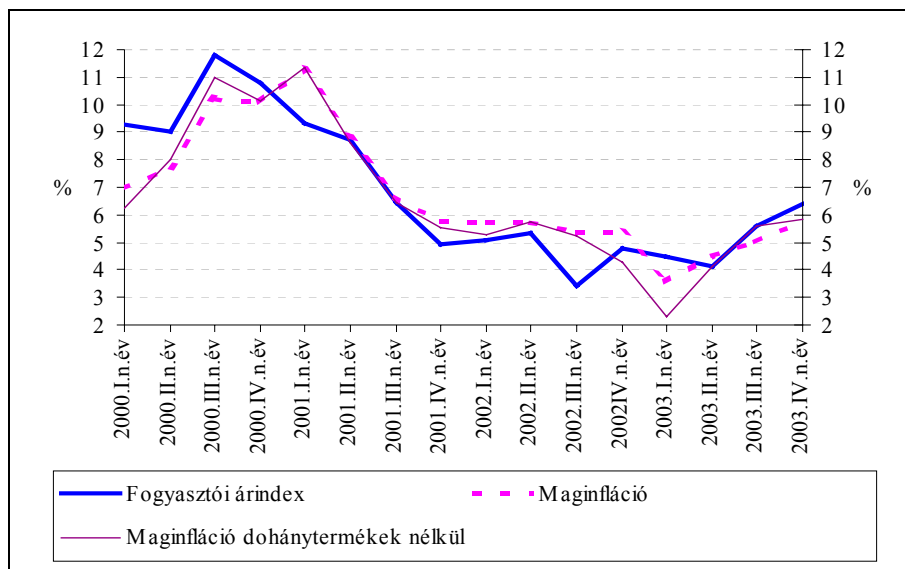
A maginfláció rövid bázisú (hó/előző hó típusú) indexei már az év első felétől a csökkenő inflációs trend megtörését jelezték, ugyanakkor az exogén tételek kedvező (átmenetileg csökkenő olajárak, stagnáló illetve csökkenő feldolgozatlan élelmiszerárak, mérséklődő árdinamika a szabályozott termékkörben) alakulásának következményeként

² A 2003 végére vonatkozó, különböző inflációs előrejelzések teljesítményének elemzését ld. az V.1. fejezetben.

a teljes fogyasztói árindex májusig nem mutatta még világosan az inflációs trend megváltozását.³

A tavalyi év második felében folytatódott a maginfláció emelkedése, ami párosult a monetáris politika által nehezen befolyásolható, exogén tételek árdinamikájának felfutásával. A két folyamat eredményeként az éves fogyasztói árindex a teljes időszakban a maginfláció növekedését meghaladó mértékben emelkedett.

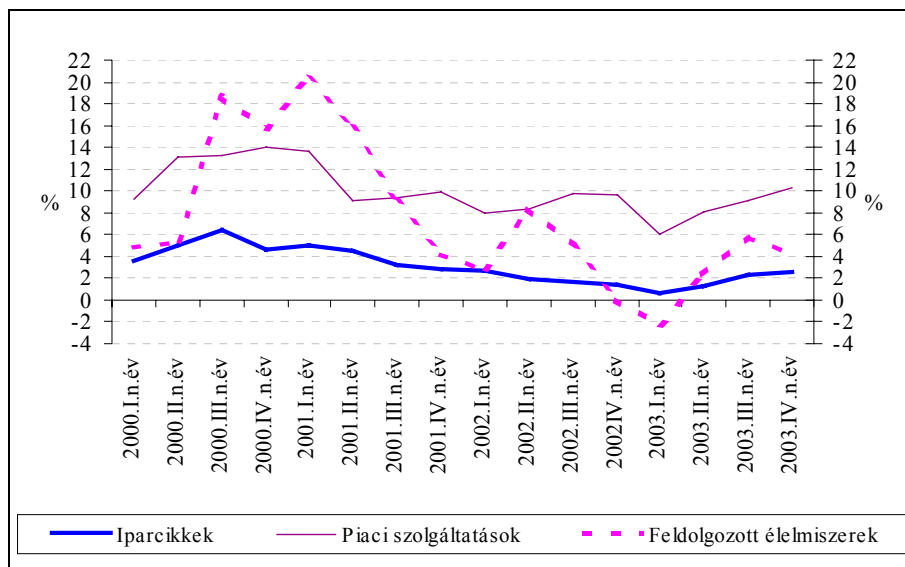
II-2. ábra: A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása
(évesített negyedéves indexek, szezonálisan igazított adatok)



A maginfláció gyorsulása viszonylag egységesen volt megfigyelhető az összes termékcsoporthoz képest. A teljes fogyasztói kosár több mint negyedét lefedő iparcikkeknek, a sávszélesítés óta folyamatosan csökkenő árdinamikája az elmúlt év közepétől fokozatosan emelkedett, ezzel egyidejűleg a piaci szolgáltatások árának magas növekedése és a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése is gyorsult.

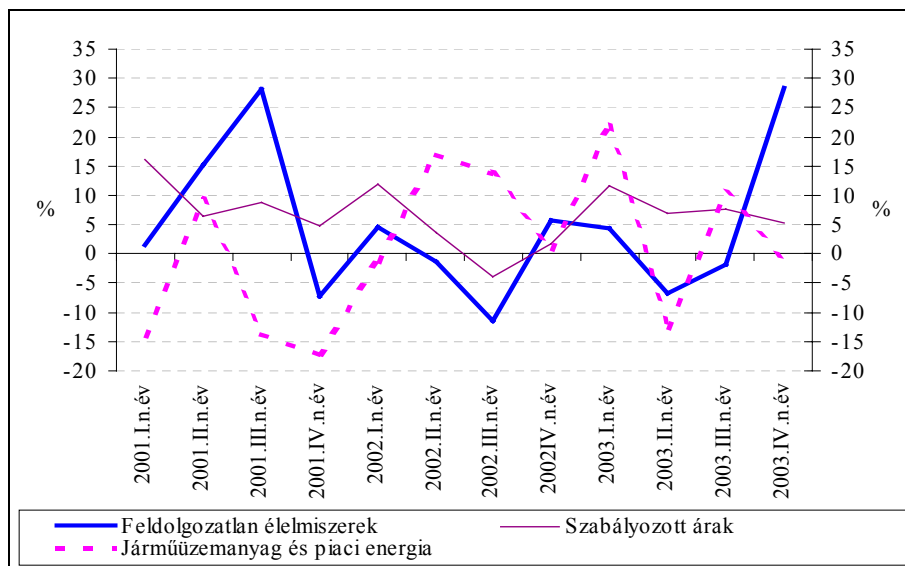
³ A 2003 májusában regisztrált 3,6 százalékos éves fogyasztói áremelkedés az elmúlt harminc év legalacsonyabb 12 havi inflációs értéke Magyarországon.

II-3. ábra: A maginflációt alkotó főbb tételek áralakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)



A maginfláción kívüli tételek közül az év utolsó negyedévében a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése kiugró mértékűnek bizonyult, gyorsult a piaci energia és lassult a szabályozott árak emelkedésének üteme.

II-4. ábra: A maginfláción kívüli tételek áralakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)



Az inflációt 2003-ban befolyásoló főbb makrogazdasági tényezők

A belföldi szereplők árazási magatartását a belföldi kereslet, illetve az inflációs várakozások alakulása határozták meg. A lakosság fogyasztási kiadásainak növekedése a 2002-es kiugróan magas dinamikát követően tavaly szinte alig mérséklődött. A továbbra is erőteljesen növekvő lakossági fogyasztást a magas versenyszférabeli reálbérnövekedés illetve a lakosság felé erőteljesen lazító fiskális politika hatása (ld. III.1.3. fejezet).

Az elmúlt évben a 2002-as illetve 2003-as fiskális intézkedések is az infláció gyorsulásának irányába hatottak. Keresletélénkítő hatást döntően a 2002-as év végén érvénybe lépő változások áthúzódo hatásai és a 2003 közepén történt köztisztviselői béremelés eredményezett.

Az erős belső kereslet áremelő hatását fokozták a 2004. évi adóváltozások bejelentését követően megugró inflációs várakozások is (lásd. II.4. fejezet). Kizárólagosan ezen két hatás (élénk belső kereslet illetve emelkedő inflációs várakozások) már önmagában a korábbi dezinflációs pálya lassulását, stagnálását eredményezte volna.

Számos jelentős súlyú szektorban a nominálbérek növekedése jelentős mértékben meghaladta az infláció nagyságát illetve a termelékenység növekedését. Ez különösen a munkaintenzív ágazatokban, mint a piaci szolgáltatások, okozott erőteljes költség oldali inflációs nyomást.

Az élénk belföldi kereslet illetve a növekvő inflációs várakozások döntően valamennyi termékkörben az árak emelkedésének irányába hatottak. Ezzel egy időben a gazdaságot olyan exogén kínálati sokkok is érték, amelyek egy-egy termékkörben az egyébként is lanyhuló dezinfláció megtörését illetve az árnövekedés gyorsulását okozták. Ezen sokkok közvetlen hatásai rövid távon bár csak néhány áru vagy szolgáltatás áraiban jelentkeznek, ám hosszabb távú továbbgyűrűző hatásai (például a termelési költségek növekedése) miatt néhány hónapos késéssel a teljes fogyasztói árindex emelkedését okozták.

A 2003. első negyedében rendkívül magas olajárak az iraki háború lezárását követően átmenetileg jelentősen csökkentek, majd az év második felében ismét az év eleji szint közelében stabilizálódtak, aminek inflációs hatását az euró (illetve emiatt a forint) dollárral szembeni árfolyamának fokozatos erősödése sem tudta teljes mértékben ellensúlyozni.

Az elmúlt év utolsó két hónapjában a feldolgozatlan élelmiszereknek a közép-európai régióban is mérhető, nagy mértékű áremelkedése erőteljes kínálati sokként jelentkezett. Mivel ennél a termékcsoportnál az árváltozások továbbgyűrűzése tapasztalataink szerint két hónapnál tovább tart, így a közvetett (költség oldali) hatások várhatóan majd csak idén mutatkoznak, ám a közvetlen hatás így is jelentősen hozzájárult az infláció tavalyi év végi megugrásához.

II. 1. 1. A forint/euró árfolyam hatása

A forint euróval szembeni árfolyam a sávszélesítést követően 2002. elejéig trendszerűen felértékelődött, majd több mint három negyedéven keresztül egy viszonylag szűk intervallumban (242-245 forint/euró) stabilizálódott. A 2003-as év elején az árfolyam előbb kevésbé, majd a júniusi sáveltolást követően jelentősen gyengült. A tavalyi év második felének árfolyam értékei átlagosan több mint 7 százalékkal magasabbak, mint az egy évvel korábbiak. A gyenge árfolyam közvetlen módon az importált illetve a külföldi termelők versenyének leginkább kitett belföldi ágazatok áralakulását befolyásolta kedvezőtlenül, míg közvetett hatásai késleltetve szinte a teljes fogyasztói árindexben jelentkeztek.

Elemzéseink alapján a fogyasztói árakat alapvetően befolyásoló tényezők 2003. második felében szinte kivétel nélkül az infláció gyorsulását eredményezték. Az áthúzódo hatások pedig még az idei év inflációs folyamatait is befolyásolhatják, ami,

figyelembe véve az elmúlt hónapokban tapasztalt gyorsuló árdinamikát – a bázishatás következtében – már önmagában is 2004-es előrejelzésünk emelését indokolná.

Egyéb tényezők

Az árakat befolyásoló egyedi tényezők szempontjából a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulását befolyásoló kedvezőtlen időjárásnak volt meghatározó szerepe. Az aszályos nyár után a rossz terméseredmények ellenére 2003. első kilenc hónapjában (az előző év azonos időszakához képest) jellemzően csökkentek illetve stagnáltak mezőgazdasági termékek árai, de ezt követően az év utolsó negyedében – főleg novemberben – regionális szinten (például Csehország) is jelentkező drasztikus áremelkedés következett be. A piaci energiaárak változását jellemzően a helyettesítő termékek (vezetékes gáz, üzemanyag) áralakulása mozgatta, míg a szabályozott árú termékkör árdinamikáját döntően a jövedéki termékek (alkohol illetve dohány) adójának emelkedése illetve a májusi hatósági gázáremelés befolyásolta.

II. 2. A fogyasztói árindex előrejelzése

Alap-előrejelzésünk szerint, az általunk alkalmazott feltevések mellett 2004 decemberében 6,9 százalékos infláció várható, amely lényegesen meghaladja a $3,5 \pm 1$ százalékos sáv által meghatározott inflációs célt. Ebben alapvetően kínálat oldali sokkok, döntő módon a 2004 elején életbe lépő indirektadó-emelések (ÁFA-emelés és átsorolások illetve jövedékiadó-emelés) játszanak szerepet, miközben az előrejelzési időszak első harmadában még az általános inflációs folyamatok is kedvezőtlenül alakulnak.

Amennyiben az indirektadó-emelés nem emeli tovább az inflációs várakozásokat, a mérséklődő belföldi keresletnövekedésnek köszönhetően 2004 második felétől kezdve az előrejelzési horizont egészen fokozatos dezinflációra számítunk. Ez esetben 2005 decemberében 4,3 százalékos inflációt várunk, amivel a $4,0 \pm 1$ százalékbán meghatározott cél annak felső részében teljesülhet.

Előrejelzésünk szempontjából alapvető fontosságú az a stratégiai feltevés mely szerint az indirekt adók emelése nem épül be az inflációs várakozásokba. Amennyiben erre mégis sor kerül, úgy elsősorban a vállalati árképzésen, illetve a növekvő bérinfláción keresztül az alap-előrejelzésnél magasabb infláció alakulhat ki, jellemzően 2005-ben. Ez a kockázat részét képezi az alap-előrejelzést övező bizonytalanságnak, amelyet a legyezőábrán jelenítünk meg (ld. II.4 fejezet).

II-1. táblázat: A fogyasztói árindex alap-előrejelzése
(előző év azonos időszakához képest, százalék)

	Súly	Tény				Előrejelzés							
		2003				2004				2005			
		I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
Maginfláció	68,1	5,0	4,7	4,7	4,8	6,2	7,0	7,2	7,0	6,0	5,2	4,8	4,6
Feldolgozatlan élelmiszerek	6,3	-0,8	-2,3	0,1	5,7	8,9	11,2	13,6	7,9	3,4	4,0	4,6	5,0
Járműüzem. és piaci energia	6,2	12,5	3,7	2,9	2,3	0,9	6,0	2,9	2,2	-1,4	-1,6	-1,2	-0,9
Regulált árak	19,4	3,0	3,9	6,9	7,8	11,2	10,1	9,5	8,9	5,3	5,6	4,9	4,9
Fogyasztói árindex	100	4,6	3,9	4,7	5,4	7,0	7,8	7,8	7,1	5,2	4,8	4,4	4,3
Éves átlag		4,7				7,4				4,7			

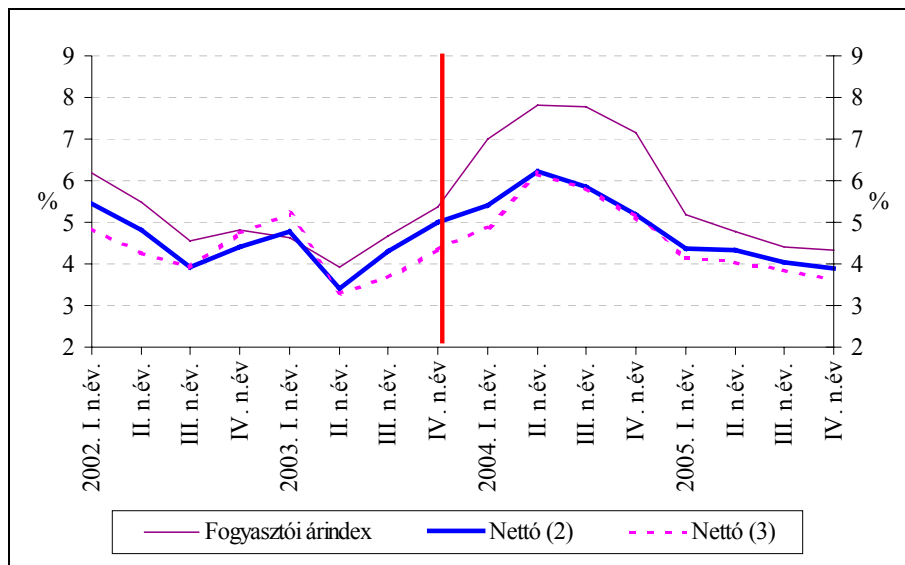
	2003. december	2004. december	2005. december
Maginfláció	4,9	7,0	4,4
Feldolgozatlan élelmiszerek	7,4	5,6	4,5
Járműüzem. és piaci energia	3,6	1,0	-0,8
Regulált árak	7,8	8,8	4,9
Fogyasztói árindex	5,7	6,9	4,3

II-2. táblázat: Az aktuális előrejelzés eltérése a 2003. novemberi előrejelzéstől
(adott év decemberére vonatkozó előrejelzések)

	Novemberi előrejelzés		Aktuális előrejelzés		Eltérés (aktuális – novemberi előrejelzés)	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Becsült maginfláció	5,7	4,0	7,0	4,4	1,3	0,4
Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	5,1	5,6	4,5	1,3	-0,6
Járműüzemanyag és piaci energia	-0,4	0,4	1,0	-0,8	1,4	-1,2
Szabályozott árak	8,8	5,0	8,8	4,9	0,0	-0,1
Fogyasztói árindex	5,9	4,0	6,9	4,3	1,0	0,2

Mivel a gazdaság általános keresleti-kínálati viszonyai is az infláció folytatódó növekedését okozzák rövidtávon, 2004 első felében a nettó árindex-mutatók is az infláció gyorsulását mutatják. 2004 második felétől azonban a jelentősen lassuló lakossági fogyasztás miatt és az inflációs várakozásokra vonatkozó feltevésünk teljesülése esetén a dezinfláció a nettó árindex szintjén újra folytatódik. 2005 végére az alap-előrejelzésünk szerint az indirekt adók hatásától megtisztított inflációs mutatók négy százalék alá csökkenhetnek.

II-5. ábra: A fogyasztói árindex és különböző nettó inflációs mutatók alakulása*
(előző év azonos időszakához képest)



* A nettó (2) mutató közelíti az ÁFÁ-tól és a jövedéki adóktól megtisztított fogyasztói árindexet. A nettó (3) mutató ezenkívül a szabályozott árakat sem tartalmazza.

II-3. táblázat: A fogyasztói árindex és a nettó inflációs mutatók alap-előrejelzése*
(előző év azonos időszakához képest, százalék)

	2003. IV. negyedév	2004. IV. negyedév	2005. IV. negyedév
Fogyasztói árindex	5,4	7,1	4,3
Nettó (2)	5,0	5,2	3,9
Nettó (3)	4,3	5,2	3,6

* A nettó (2) mutató közelíti az ÁFÁ-tól és a jövedéki adóktól megtisztított fogyasztói árindexet. A nettó (3) mutató ezenkívül a szabályozott árakat sem tartalmazza.

II. 2. 1. Rövid távú előrejelzés⁴

Prognózisunk szerint 2004 első negyedévben 7,0, a másodikban 7,8 százalékos infláció várható, azaz a következő fél évben jelentős áremelkedésre számítunk. Ennek háttérében alapvetően az indirekt adóterhelés emelése áll, ugyanakkor a nettó inflációs folyamatok is kedvezőtlenül alakulnak.

A 2004-ben bekövetkező ÁFA-emelés közvetlen elsődleges inflációs hatását 1,4 százalékpontra becsüljük.⁵ Ugyanakkor feltételezzük, hogy a termelők az adóemelést nem hárítják át teljes egészében a fogyasztókra, így összességében 1,2 százalékpontos

⁴ Előrejelzésünk lezárta után érkezett be a 2004. januári fogyasztói árindex adat. A 6,6 százalékos éves infláció hosszabb távú előrejelzésünket nem befolyásolta, de rámutat bizonyos kockázati tényezőkre. Úgy tűnik, az ÁFA-emelések a vártnál gyorsabban, és akár erősebben jelentek meg az árakban. Egyes termékeknél mindezt a nettó infláció megugrása is kísérte. Ez utóbbi elképzelhető, hogy már az inflációs várakozások emelkedésének a jele.

⁵ Az 2004-es indirektadó-emelés részleteiről ld. a 2003. augusztusi és novemberi *Jelentéseket*.

elsődleges hatással számolunk. Emellett közel 0,8 százalékpontot teszünk a dohány jövedéki adója növeléséből adódó áremelkedést. Az indirektadó-emelés alapvetően a szabályozott árú termékek, az élelmiszerek és a dohánytermékek körében valósul meg. Mivel ezen termékek és szolgáltatások esetén magas fokú az árak ellenőrizhetősége (transzparenciája), és a háztartások gyakran fogyasztják ezeket, jelentős annak kockázata, hogy az adóemelésből adódó áremelkedés a fogyasztók által érzékelt inflációt az elsődleges hatásnál jobban emelheti.

Az ÁFA hatásánál azzal számolunk, hogy ennek fele már januárban megjelenik a fogyasztói árakban, a teljes elsődleges hatás pedig az első negyedév végéig. A jövedéki adóemelés közel 0,8 százalékponttal emeli a fogyasztói árindexet, amelynek döntő része a dohánytermékekhez köthető. Itt azonban a piac sajátosságai miatt azzal a feltevéssel élünk, hogy az adóemelés márciustól kezdve fokozatosan, mintegy fél év alatt jelenik meg teljes egészében a fogyasztói árakban.⁶

Előrejelzésünkben rövidtávon gyorsan csökkenő olajárral, egyenletesen mérsékelt ütemű importált iparcikk inflációval, illetve konstans (a januári átlagokkal megegyező 264,6 forint/euró és 1,26 euró/dollár) árfolyammal számolunk. A londoni olajtőzsde (IPE) januári határidős árai alapján készített feltevésünk szerint csökkenő olajár hamar megjelenik a járműüzemanyagok fogyasztói árában, így ebben a termékcsoporthoz már az első negyedév végétől kezdve mérséklődő árakra számítunk. Ugyanakkor a feltételezett forint árfolyam lényegesen gyengébb, mint amilyen az elmúlt fél évet megelőző két évben volt. Az emiatt növekvő importárak fokozatosan épülnek be a hazai fogyasztói árakba, de egyes élelmiszerek, illetve elsősorban a tartós iparcikkek körében már a következő fél évben is a korábbiaknál gyorsabb áremelkedéssel számolunk.

II-4. táblázat: Az aktuális és a novemberi Jelentés főbb feltevései

	2003 novemberi előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben		Változás	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Forint/euró árfolyam (forint)*	255,5		264,6		3,6	
Dollár/euró árfolyam (cent)*	116,9		126,1		-7,3	
Brent olajár (dollár/hordó)**	25,5	23,8	29,5	27,0	15,8	13,3
<i>memo:</i>						
<i>Brent olajár (forint/hordó)**</i>	5572	5193	6192	5656	11,1	8,9
Importált iparcikk-infláció (%)***	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0
Versenyszféra-bérinfláció (%)****	8,3	6,5	9,3	8,0	1,0	1,5
Nominális munkaegység-költség a versenyszférában (%)****	4,6	3,0	4,1	3,6	-0,5	0,6
Vásárolt lakossági fogyasztás (%)****	2,3	2,6	3,1	0,9	0,8	-1,7

* 2004. januári átlag.

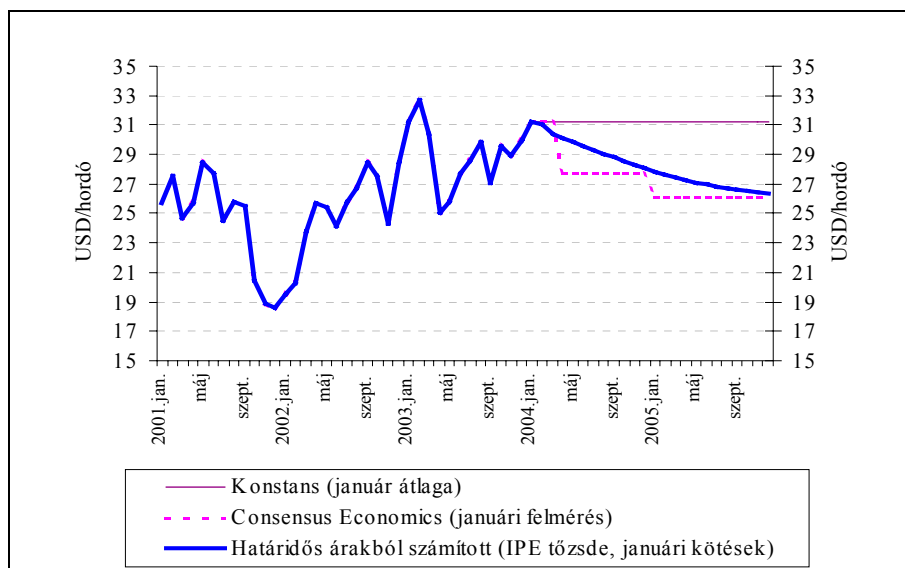
** 2004. januári határidős olajárak alapján számított pálya (IPE tőzsde).

*** Évesített havi növekedési ütemek átlaga. Euróavezet-11 iparcikk-inflációja, forrás: Eurostat, New Cronos kód: igoodsxe.

**** Éves átlag.

⁶ Azzal számolunk, hogy egyrészt a termelői árak 2004-ben változatlanok maradnak, másrészt a gyártók az adóemelést teljes egészében áthárítják a fogyasztókra.

II-6. ábra: Alternatív olajár-pályák



Rövidtávon még a belföldi reálgazdasági folyamatok is magasabb infláció felé mutatnak. Miközben a vállalatok, különösen a szolgáltató szektor munkaköltségének növekedése a következő fél évben még várhatóan nem lassul, a termelői gázáremelés, és egyes indirekt adók (például energiaadó) jelentősen növelik a gazdasági szereplők költségeit.

Ezzel párhuzamosan a következő két negyedévben még a lakossági fogyasztási kereslet is élénk marad. Ezért arra számítunk, hogy a termelési költségek növekedése javarészt nem az átlagos haszonráta csökkenésében, hanem az infláció növekedésében nyilvánul meg.

Összességében tehát az infláció 2004 első felében várt emelkedését elsősorban a kínálati oldalt érintő sokkok okozzák, amelyek intenzív begyűrűződését a fogyasztói árakba a magas belföldi kereslet teszi lehetővé. Bár ezen tényezők többségével már a novemberi *Jelentés*ben is számoltunk, aktuális rövid távú előrejelzésünk meghaladja a negyedévvvel korábban publikáltat. Ebben egyrészt az alapfeltevések módosulása (gyengébb árfolyam, magasabb olajár-pálya), illetve a bérinflációra adott előrejelzés növekedése, másrészt az általunk korábban vártat meghaladó tavaly negyedik negyedévi fogyasztói árindex tényadatok játszanak szerepet. Az utóbbin belül az eltérés meghatározó részét a feldolgozatlan élelmiszerárak inflációja okozta. Mivel a sokkszerű áremelkedés döntő része az idényáras élelmiszerekhez köthető, rövid távon nem várjuk, hogy ezen termékek ára visszatér az általunk novemberben előrejelzett szintre.

II. 2. 2. Hosszabb távú előrejelzés

2004 második felétől az infláció fokozatos lassulására számítunk, előrejelzésünk szerint jövő decemberre 4,3 százalékra csökken a fogyasztói árindex. Ez döntő részben a belföldi fogyasztási kereslet jelentős mérséklődésének, illetve a 2004-ben a kínálati sokkokból eredő árszintemelkedés árindexből való fokozatos kikerülésének köszönhető. Alap-előrejelzésünk arra a stratégiai feltevésre épül, hogy a 2004 elején bekövetkező indirektadó-emelés nem emeli tartósan a gazdasági szereplők inflációs várakozásait.

A 2004 második felétől kibontakozó dezinflációt a *belföldi kereslet lassulása* vezérli, ami elsősorban a lakossági fogyasztás jelentős lassulása okoz. A háztartások már 2004 elejétől kezdve visszafogják kiadásaik növekedését, ennek dezinflációs hatása azonban csak 2004 második felétől válik érezhetővé. Ezzel párhuzamosan – a historikus átlagnál magasabb – feltételezett kamatszint növeli a vállalatok tőkeköltségét, amely mérsékelheti a beruházások és a kibocsátás növekedési ütemét, és így hosszabb távon ugyancsak az inflációs nyomás enyhülését eredményezheti.⁷ Bár a lakossági fogyasztás 2005 során várhatóan újra emelkedni kezd, annak inflációs hatása 2005 végéig csak kismértékben jelentkezik.

A fent említett tényezők összességében a potenciálisnál kisebb gazdasági növekedést eredményeznek. A negatív kibocsátási rés fokozatos növekedése, illetve az aggregált keresleten belül a hazai kereslet arányának csökkenése dezinflációs irányba mutat.

A kínálatoldali tényezők összességében szintén segítik az infláció csökkenését 2005-ben. Stratégiai feltevésünk mellett, amely szerint a 2004-es indirektadó-sokk nem emeli meg a gazdasági szereplők inflációs várakozásait, a versenyszektor bérinflációja csökken, és a termelékenység növekedésével együtt az egységnyi munkaköltséget jelentősen mérsékli. Eközben a 2003 július óta a korábbiaknál tartósan gyengébb szinten stabilizálódó, illetve az előrejelzésben a januári átlagon rögzített forint árfolyam infláció gyorsító hatása 2004 végétől már fokozatosan gyengül.

A monetáris politika számára exogén tényezők körében is az infláció csökkenésére számítunk 2004 végétől kezdve. Feltételezzük, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek körében 2004-2005 folyamán nem ismétlődik meg a tavaly év végén – elsősorban az aszályos időjárásból adódó - gyors áremelkedés, így 2004 harmadik negyedétől kezdve mind a feldolgozatlan, mind némi késéssel a feldolgozott élelmiszerek körében is gyors dezinfláció valósul meg. Emellett az előrejelzésünkben szereplő olajár-csökkenés jelentősen mérsékli a piaci energia, illetve a járműüzemanyagok árának növekedését.

Prognózisunkban azzal számolunk, hogy jövőre a 2004 elején bekövetkezett erőteljes indirektadó-emelés nem ismétlődik meg. Ennek megfelelően 2005-ben változatlan ÁFA-kulcsokat tételezünk fel, illetve a dohány jövedéki adójánál akkora emelést, amely az Európai Unió által előírt minimális adószint 2009-ig megvalósuló, egyenletes eléréséből adódik.⁸

Inflációs előrejelzésünkben figyelembe vettük az Európai Unió csatlakozásából eredő inflációs hatásokat. Az adóharmonizációs és szabályozási kötelezettségeknek összességében semleges hatása lehet.⁹ Egyfelől az adóharmonizáció – elsősorban a

⁷ Előrejelzésünk a monetáris kondíciók aktuális szintjének változatlanságát feltételezve készült.

⁸ A cigaretta jövedéki adószintjére vonatkozó európai uniós direktíva szerint a tételes és a százalékos jövedéki adó együttes összege el kell érje a legkeresettebb márkák kiskereskedelmi árának 57 százalékát, de legalább 60 eurót 1000 szálanként. Ez utóbbi előírás 2006-ban 64 euróra emelkedik. A 2004-es sokkszerű adóemelés után számításaink szerint a jövedéki adó a kiskereskedelmi ár 54 százalékát, illetve 1000 szálanként a 49 eurós szintet közelíti meg. Ahhoz, hogy az ide vonatkozó derogáció végső határidejére, azaz 2009-ig egyenletes pályán haladva teljesüljön az előírt minimális adószint, minden évben az inflációt meghaladó jövedéki adóemelésre van szükség. Ennek megfelelően 2005-ben 11 százalékos jövedéki adóemeléssel és az inflációval megegyező mértékű termelői áremeléssel számoltunk a dohánytermékek körében.

⁹ A csatlakozásból eredő adóharmonizációs és szabályozási intézkedések inflációs hatásáról részletes elemzés található a 2003. májusi *Jelentés „Aktuális kérdések”* című fejezetében.

cigaretta minimális jövedéki adójára vonatkozó direktíva, illetve a legkedvezményesebb ÁFA-kulcs legalább 5 százalékra történő emelése – az árak emelkedését okozza. Másrészt viszont az EU-val, illetve a többi csatlakozó országgal szemben még meglévő vámok és kvóták megszűnése, illetve a harmadik országokkal szemben a vámok mérséklődése az importált termékek dezinflációjának irányába hat. Az árak mérséklődése elsősorban egyes élelmiszerek, illetve a beruházási célú ipari termékek esetében lehet jelentős.¹⁰

A szabályozott árak esetében a 2004 első negyedévi, elsősorban az ÁFA-emelésből adódó gyors emelkedés után a teljes előrejelzési horizonton az infláció csökkenésével számolunk. Ez annak tulajdonítható, hogy miközben a már bekövetkezett, illetve bejelentett áremelések fokozatosan kerülnek ki az árindexből, az új intézkedések esetében azt a szabályt követjük, hogy ahol nincs biztos információnk a várható áralakulásról, ott a szabályozott árak és a piaci szolgáltatások évi átlagos nettó inflációja megegyezik egymással. Mivel a piaci szolgáltatások inflációjára vonatkozó előrejelzésünk 2004 második felétől 2005 végéig folyamatosan csökken, ezért a szabályozott árakra vonatkozó előrejelzésünk is mérséklődik.¹¹

Aktuális prognózisunk a novemberihez képest mind 2004, mind 2005 decemberére vonatkozóan magasabb, amelyet elsősorban a maginflációs tételek korábban vártnál gyorsabb árnövekedése okoz. A novemberi *Jelentésben* feltételezetttnél gyengébb forint árfolyam, a gyorsabb bérinfláció, az egységnyi munkaköltség növekedése, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek körében 2003 végén bekövetkezett gyors áremelkedés más termékekbe való begyűrűződése azok a legfontosabb tényezők, amelyek a novemberben előrejelzetttnél magasabb infláció felé mutatnak.

II. 3. Inflációs várakozások

Alap-előrejelzésünkben azzal a stratégiai feltevéssel számolunk, hogy a 2004-ben az indirekt adók emelését a gazdasági szereplők egyszeri árszint-emelkedésként érzékelik, és így ez tartósan nem emeli meg az ár- és bérvarakozásokat. Mivel a 2005-ös dezinfláció szempontjából ezt tartjuk a legnagyobb felfelé mutató kockázati tényezőnek, a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt helyezünk az inflációs várakozások alakulásának elemzésére.

Eredményeink szerint a gazdaság különféle csoportjainak inflációs várakozása 2003 második felétől folyamatosan emelkedik. Ezt részben a tavalyi év közepén bejelentett költségvetési intézkedések, részben pedig a tényinfláció folyamatos növekedése okozta.

Fontos kérdés, hogy a különféle csoportok inflációs várakozásai közül melyik lehet a legjobb előrejelzője az inflációs folyamatnak. Az inflációs várakozásokra vonatkozó statisztikai paletta egyik végén a makro-elemzők kis csoportja található, akik viszonylag kis hibájú professzionális előrejelzést készítenek, viszont nem feltétlenül tekinthetők reprezentatívnak az átlagos gazdasági szereplők viselkedésére vonatkozóan. Kétféle ilyen típusú, szisztematikus felmérést mutatunk be: a Reuters és a Consensus Economics felmérését.¹² A paletta másik végén a lakosságot és a vállalatokat

¹⁰ Az EU csatlakozás élelmiszerárakra vonatkozó hatásáról ld. a 2002/1. számú MNB *Háttér tanulmányt*.

¹¹ A szabályalapú előrejelzéstől egy termékcsoportnál térünk el (telefon), ahol 2004-ben 0,4 százalékpontos árszintcsökkenéssel, 2005-ben pedig az árak változatlanságával számolunk.

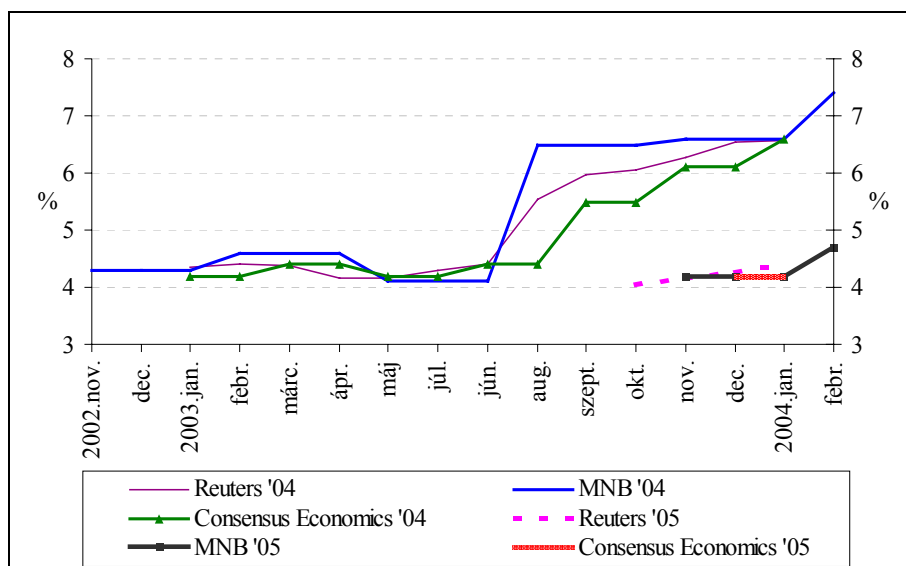
¹² A Reuters felmérések statisztikai tulajdonságairól ld. részletesen MNB *Háttér tanulmányok* 2003/1.

közvetlenül kérdező felmérések találhatóak, amelyek előnye a reprezentativitás, hátránya viszont a felmérés alacsonyabb megbízhatósága, a várakozások igen magas szóródása. Ilyenek a TÁRKI és a GKI üzleti és lakossági várakozásokat elemző kérdőívei.

2003 júliusáig mind a gazdasági elemzők, mind az MNB 4,5 százalék körüli éves átlagos inflációt prognosztizált 2004-re vonatkozóan. Bár az indirekt adóemelésre vonatkozó tervek bejelentése után az előrejelzések hirtelen eltávolodtak egymástól, 2004 elejére a gazdasági elemzők prognózisai fokozatosan az MNB előrejelzéséhez konvergáltak. Aktuális előrejelzésünk ugyanakkor ismét meghaladja a (2004. januári) piaci konszenzust.

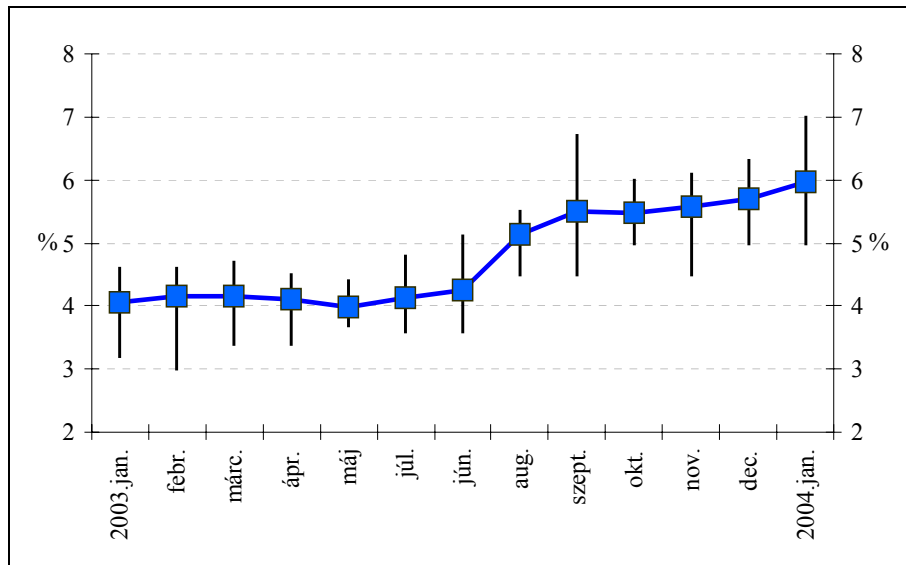
2005-re vonatkozóan a gazdasági elemzők csak négy hónapja adnak előrejelzést. Ezalatt mind az éves átlagos inflációra, mind a decemberi éves változásra vonatkozó előrejelzések átlaga fokozatosan nőtt.

II-7. ábra: 2004 és 2005 éves átlagos inflációjára vonatkozó előrejelzések



Fontos kiemelni, hogy az elmúlt fél évben a gazdasági elemzők inflációs előrejelzéseinek átlaga folyamatosan emelkedett, az egyes előrejelzések pedig jellemzően egyre szélesebb sávban szóródtak. Annak fényében, hogy a tárgyév közeledtével alapvetően egyre több információ válik elérhetővé, a szóródás növekedése az előrejelzések nagymértékben növekvő bizonytalanságára utalhat.

**II-8 ábra: A gazdasági elemzők inflációs előrejelzéseinek átlaga, illetve azok terjedelme*
(Reuters-felmérés**)**

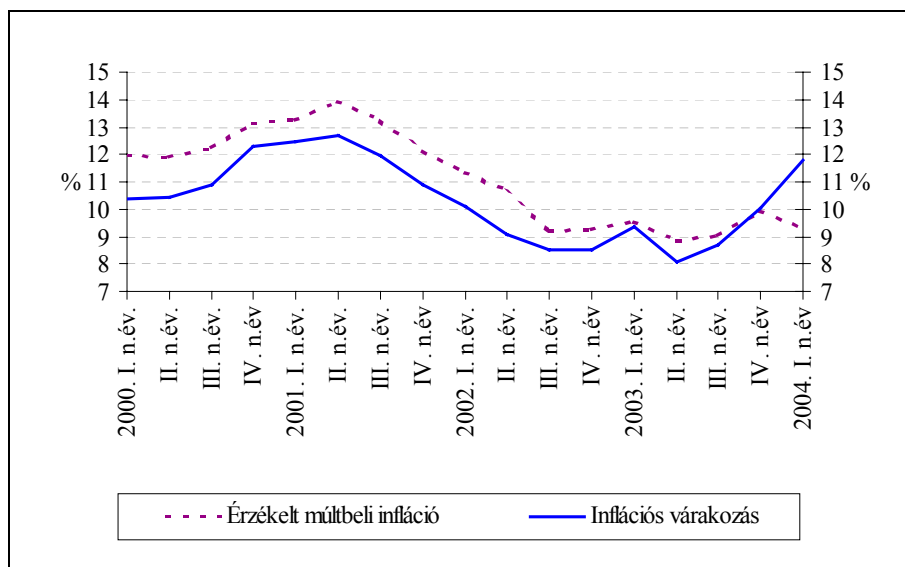


*Terjedelem = maximális érték – minimális érték.

** 2004. decemberi inflációra vonatkozó előrejelzés.

A gazdasági elemzők és az MNB inflációs előrejelzésének növekedésével párhuzamosan az elmúlt fél-háromnegyed évben a vállalatok inflációs várakozásai is megemelkedtek. Különösen szembetűnő, hogy öt év óta most először fordul elő, hogy a vállalatok magasabb inflációt várnak az elkövetkező 12 hónapban, mint amekkora áremelkedést a megelőző egy évben tapasztaltak.

II-9. ábra: Vállalatvezetők inflációs érzékelése*

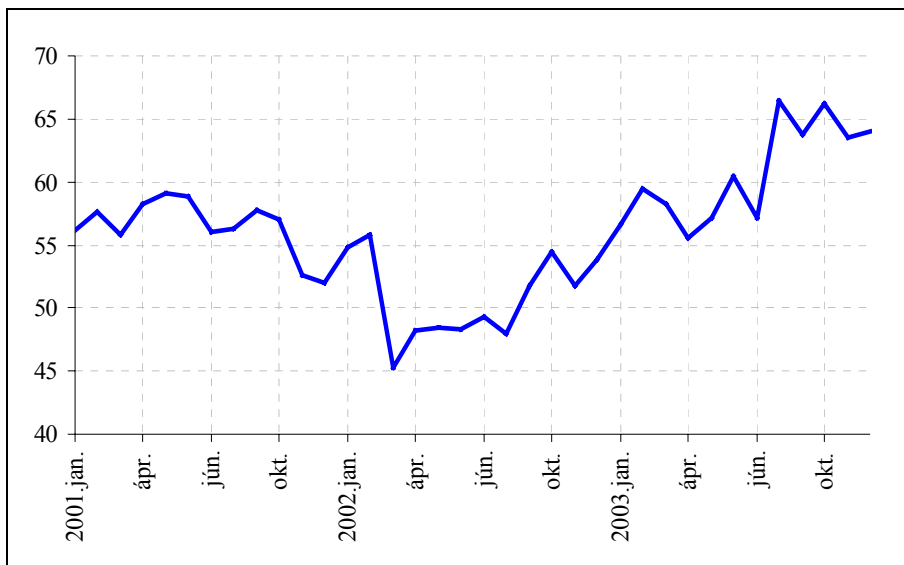


* A TÁRKI vállalatvezetők körében végzett felmérése alapján.

Mindeközben a lakosság inflációs várakozása is romlott. Bár a 2001 második negyedévében meginduló erőteljes dezinfláció a háztartások által várt áremelkedés

ütemét is mérsékelte, 2002 negyedik negyedévében megfordult a trend és azóta ismét az infláció növekedésére számítanak.

II-10. ábra: A lakosság inflációs várakozásai*



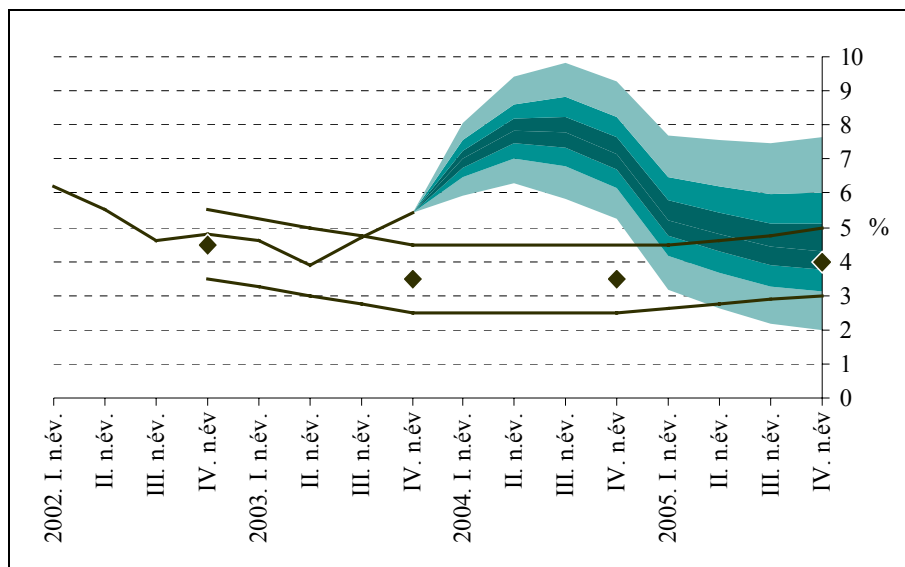
** A GKI lakossági konjunktúra-felmérése alapján. Egyenleg mutató, a magasabb érték az inflációs várakozások emelkedését mutatja.*

II. 4. Az előrejelzést övező kockázatok

Az inflációs alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot meghatározó számos tényező közül a legyezőábra kialakítása során négy hatását vettük figyelembe. Ezek közül megítélésünk szerint a legnagyobb szerepe az inflációs várakozásoknak, és ezzel kapcsolatban a versenyszféra béralakulásának, valamint a lakossági fogyasztásnak van.

A különböző hatások eredőjeként adódó bizonytalansági eloszlás 2004 végére közel szimmetrikus, míg 2005-ben felfelé mutató kockázatokat hordoz. A megvalósuló inflációt harminc százalék valószínűséggel tartalmazó legsötétebb sáv 2005 végén a célsávon belül, bár annak felső részében található.

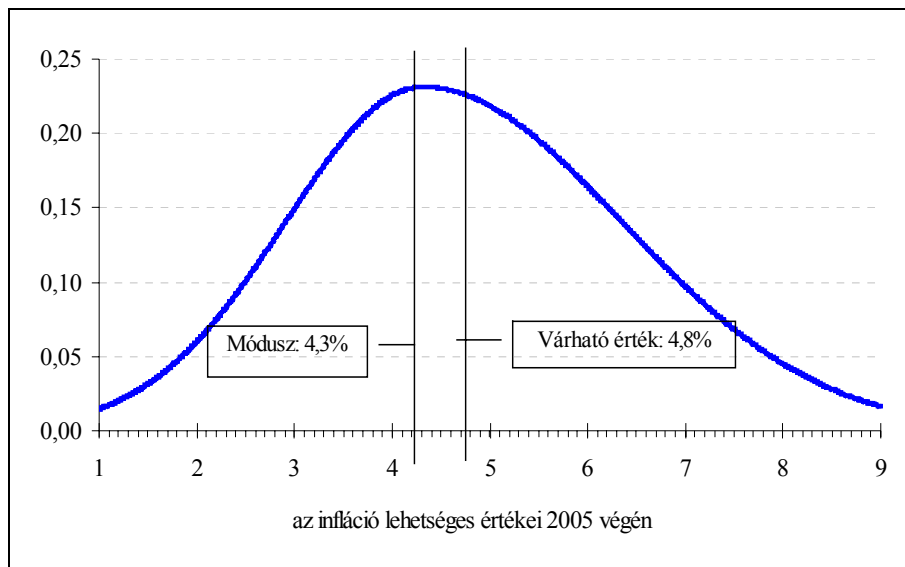
II-11. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*
(előző év azonos időszakához képest)



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

A bizonytalansági eloszlás 2005 végi metszetét tekintve jól látható az inflációs előrejelzés felfelé mutató bizonytalansága. Az eloszlás módusza az alap-előrejelzés, 4,3 százalék. A felfelé mutató kockázatok következménye, hogy az előrejelzés valószínűségekkel súlyozott értéke, azaz az eloszlás várható értéke az alap-előrejelzést mintegy fél százalékponttal meghaladja.

II-12. ábra: A bizonytalansági eloszlás 2005. IV. negyedéves metszete*



* *Módusz: az inflációs alap-előrejelzés (a legnagyobb valószínűségű érték) 2005. negyedik negyedévre. Várható érték: a kockázatokkal súlyozott centrális érték 2005. negyedik negyedévre.*

II. 4. 1. A lakossági fogyasztás alakulásában rejlő kockázatok¹³

Az előrejelzés alappályájának kialakításakor azt feltételeztük, hogy a lakossági fogyasztás az utóbbi években tapasztalt növekedése az előrejelzési horizonton nem folytatódik, a növekedési ütemek jelentősen csökkennek, és nem marad fenn a jelenleg megfigyelhető, igen magas fogyasztási/jövedelem arány. Ugyanakkor a lakossági fogyasztás alappályájának kialakításakor azt feltételeztük, hogy ez az arány, bár csökken, de a historikus átlagnál magasabb szinten stabilizálódik. Mivel nem kizárt, hogy feltételezésünk ellenére a fogyasztási arány a historikus átlaghoz tér vissza, ezért ennél a tényezőnél alacsonyabb infláció kialakulása felé mutató bizonytalansággal számoltunk. Tekintettel arra, hogy a fogyasztás az inflációt csak bizonyos késéssel befolyásolja, ezek a kockázatok elsősorban 2005-ben számottevőek.

II. 4. 2. A várákozások alakulásában rejlő kockázatok

A magasabb infláció irányába mutató kockázatok közül a legjelentősebb a 2004-es indirekt adóemelésnek a várákozásokra és a versenyszféra bérinflációjára gyakorolt hatása. Alapfeltevésünk az volt, hogy az ennek nyomán megemelkedő inflációt a piaci szereplők egyszerűnek tekintik, így az érdemben nem befolyásolja a 2005-re vonatkozó inflációs várákozásokat. Ebben a feltevésben természetesen nagymértékű, felfelé irányuló bizonytalanság van: a várákozások megemelkedése esetén a versenyszféra bérnövekedése az előrejelzési horizont mindkét évében tíz százalék közelébe kerülhet, ami az alap-előrejelzésnél lényegesen magasabb fogyasztói árnövekedést eredményezne.

¹³ Erről a kockázati tényezőről részletesebb elemzés található az V.2. fejezetben.

II. 4. 3. Egyéb kockázati tényezők

Az egyéb kockázati tényezőknek a bizonytalansági eloszlás alakjára elsősorban 2004-ben van hatása. Ezek közül is hármat érdemes külön kiemelni. Felfelé irányú kockázatot látunk egyfelől a feldolgozatlan élelmiszerek árnövekedésére adott előrejelzésünkben, mivel a novemberi ársokk hatását alapvetően átmenetinek tekintettük; másrészt szintén magasabb infláció felé mutatnak a kockázatok a telefondíjak előrejelzése körül, mivel feltételeztük az idei árcsökkenés mérsékelt ütemű folytatódását 2004-ben is.

A fentiekkel ellentétben lefelé irányuló kockázatot látunk abban, hogy a jelenlegi reálkamatoknak az általunk számszerűsítetténél esetleg nagyobb lehet a dezinflációs hatása. Ez az alacsonyabb infláció felé mutató bizonytalanság is hozzájárul ahhoz, hogy az alap-előrejelzés és a bizonytalansági eloszlás várható értékének különbsége a többi, felfelé mutató kockázat ellenére is a novemberi előrejelzésben szereplő mintegy egy százalékpontnak csak körülbelül a fele.¹⁴

¹⁴ Önmagában az is csökkentette volna a várható érték és az alap-előrejelzés (módusz) távolságát, hogy jelenlegi előrejelzésünk időben közelebb van 2005 végéhez, mint a novemberi. Ehhez járultak hozzá az említett, lefelé mutató inflációs kockázatok.

III. A konjunktúra alakulása

III. 1. Kereslet

Idén a gazdaság éves növekedési üteme – előrejelzésünk szerint – csak kis mértékben lesz magasabb a tavalyinál, mert a külső konjunktúra élénkülése mellett a belső kereslet növekedését jóval alacsonyabbnak várjuk. 2005-re a továbbra is kedvező külső kilátások mellett előrejelzésünk szerint éves szinten tovább mérséklődik a lakossági kereslet növekedési üteme, így nem számítunk a gazdasági növekedés számottevő gyorsulására.

Előrejelzésünk több szempontból is feltételesnek tekinthető. Előrejelzési horizontunkon változatlan monetáris és fiskális politikát feltételezünk. Azt is feltételeztük emellett, hogy az indirekt adók emelése miatti egyszeri árszint emelkedés nem épül be tartósan az ár- és bérvárakozásokba.

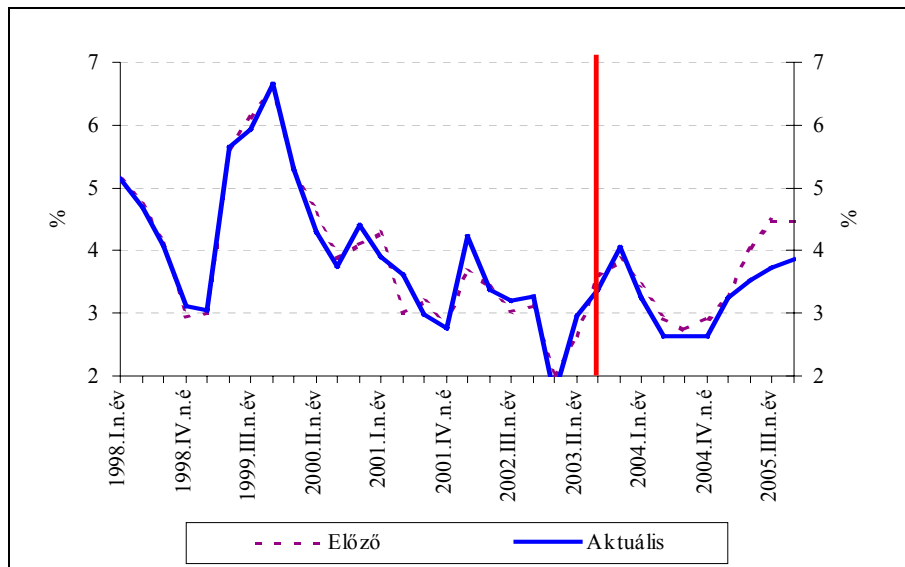
III-1. táblázat: A GDP és komponenseinek növekedési üteme
(éves növekedési ütem)

	Tény			Becslés	Előrejelzés	
	2001	2002	2003. I-III.	2003	2004	2005
Lakossági fogyasztás	5,3	9,4	7,6	7,7	2,5	0,9
Háztartások fogyasztási kiadásai	5,7	10,5	9,0	8,9	3,1	0,9
Természetbeni társ. juttatások	3,8	4,9	2,3	2,5	-0,5	0,7
Közösségi fogyasztás	4,9	5,0	1,7	1,5	0,8	1,5
Állóeszköz felhalmozás	3,5	7,2	2,1	2,2	5,4	2,6
„Belföldi végső értékesítés” *	4,8	8,4	5,8	5,8	3,0	1,4
Belföldi felhasználás	1,9	5,3	8,0	6,1	3,0	1,7
Export	8,8	3,8	4,2	9,1	9,5	9,1
Import	6,1	6,1	10,9	12,8	8,9	7,0
GDP	3,8	3,5	2,7	2,9	3,1	3,2

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

A 2003. harmadik negyedévi tényadatok és az azóta rendelkezésre álló információk rövidtávon a gazdasági növekedés gyorsulását jelzik. A legfrissebb tényadatok alapján az ipari termelés növekedése folyamatosan gyorsult s az export növekedési üteme erőteljesen megugrott a második félévben. Az exportra vonatkozó előrejelzésünk a korábbi *Jelentésben* közölnél lényegesen magasabb, de az export és az import közötti elnyílást hasonló mértékűre becsüljük, mint novemberben. 2003-ra így a GDP éves növekedését 2,9 százalékra becsüljük, ezen belül a negyedik negyedévi növekedést az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,4 százalékra várjuk.

III-1. ábra: A GDP várható növekedése
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



2004-ben a külső kereslet felívelése önmagában növelné a gazdasági növekedés ütemét. A lakossági kereslet növekedése azonban a fiskális szigorítás és a magasabb infláció eredményeképpen lassul, és a belföldi felhasználás jóval kisebb mértékben bővül, mint az előző évben.

A külső konjunktúra élénkülésének hatására a vállalati beruházási ciklus 2003-ban kezdődő felívelése idén folytatódik és az export növekedési üteme is gyorsul. A gazdasági növekedésre ható két ellentétes tényező, a belföldi kereslet lassulása és a külső kereslet gyorsulása együttesen becslésünk szerint idén a tavalyit kismértékben meghaladó, 3,1 százalékos gazdasági növekedést eredményez.

2005-re valamivel gyorsabb, 3,2 százalékos gazdasági növekedést prognosztizálunk. A jövőre feltételezett 1 százalékos fiskális szűkítés hatására éves szinten a lakossági kereslet további lassulását várjuk, aminek hatására a belföldi felhasználás növekedése elmarad a gazdasági növekedés ütemétől. A lakossági beruházási kereslete visszaesik, mert az áthúzódó hatások miatt ebben az évben jelenik meg az államilag támogatott hitelek szigorításának teljes hatása, a vállalati beruházások pedig a korábbiaknál magasabb tőke költség miatt lassulhatnak.

Mivel a külső keresletet hosszabb távon meghatározó tényezőkben kedvező irányú elmozdulást látunk, előrejelzésünk szerint 2005-ben az export továbbra is gyors ütemben nőhet és – a lassabb belső kereslet bővülés mellett – a nettó export jelentős mértékben járul hozzá a növekedéshez.

Előrejelzésünket összevetve a novemberi *Jelentés*ben közölttel, a gyorsabb termelékenység növekedés pozitív kínálatoldali hatása mellett említést kell tennünk arról, hogy több exogén feltételezésünk is megváltozott az előző *Jelentés* óta. A nominális árfolyamra, a kamatszintre és a fiskális megszorításra vonatkozó feltételezésünk mind hozzájárult megváltoztatni a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünket. Mintegy 3 százalékkal gyengébb nominális árfolyamot tételezünk fel, ami az utóbbi negyedév vártnál jóval gyorsabb termelékenységnövekedése miatt már

tartós reálleértékelődést, s így érzékelhető exportgyorsulást okoz. A korábbiaknál magasabb kamatszint illetve nagyobb fiskális kereslet-szűkítés azonban fékezőleg hat a belföldi felhasználásra, így a gazdasági növekedés alakulására.

III. 1. 1. A külső kereslet alakulása

Az európai konjunktúra kibontakozásának jelei 2003 harmadik negyedévében tovább erősödtek. Az üzleti bizalom második negyedévben megkezdődött erőteljes javulása mellett már a fogyasztói bizalom is visszatérni látszik az Unió országaiban. A magyar kilátásokat illetően rövid távon bizonytalanságot jelent, hogy a számunkra meghatározó súlyú német gazdaság néhány mutatójában még a ciklussal ellentétes folyamatok tükröződnek, középtávon azonban dinamikusan növekvő külső kereslettel számolunk.

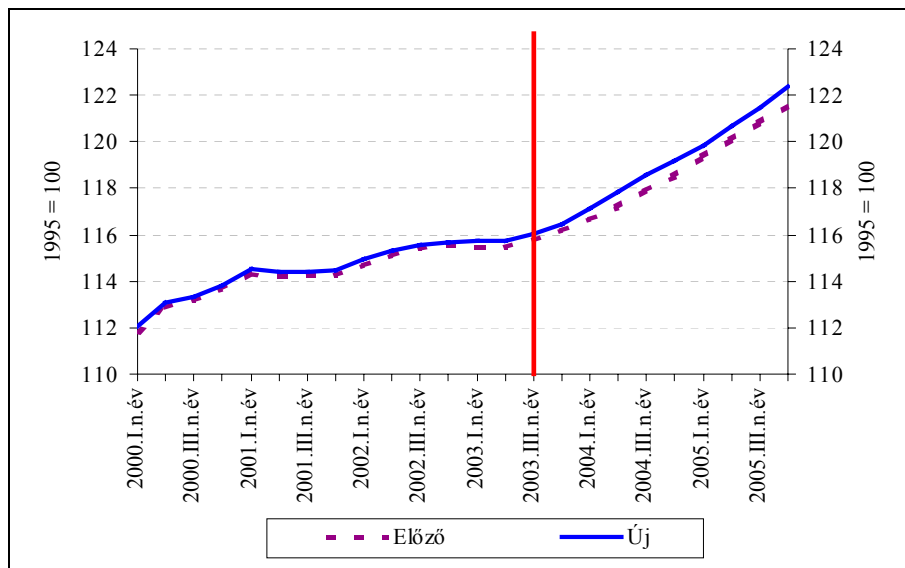
A korábbi *Jelentéseinkben* a külső kereslet effektív mutatójaként szolgáló exportpiacunk mérete 2003 harmadik negyedévében kis mértékű visszaesérről tanúskodik, ami mindenekelőtt Németország importjának csökkenéséből fakad. Tekintettel arra, hogy a német külkereskedelmi adatokat a közelmúltban többször is jelentősen revideálták, továbbá az egyéb német konjunkturális mutatók (ipari termelés, IFO üzleti bizalmi index) inkább a más országok adataiból is megerősített felívelést támasztják alá, a tényadat visszaesésének tartós hatást nem tulajdonítunk. Rövidtávon azonban emiatt exportpiacunk mérete alacsonyabb pályára helyeződik.

A külső keresletet hosszabb távon meghatározó tényezőkben inkább kedvező irányú elmozdulást látunk. Az Európai Unió üzleti ciklusát két-három negyedévvél megelőző amerikai üzleti ciklus különösen intenzív szakaszába érkezett, emellett váratlanul élénkült Japán és a dél-kelet-ázsiai térség konjunktúrája is. Költségoldalról ugyan 2004 elején némileg magasabb olajárakkal és a korábbi csökkenésből stagnálónak, enyhén emelkedővé váló nyersanyagárakkal számolunk, 2004 közepétől azonban a kőolaj- és nyersanyagárak csökkenést mutatnak. Ennek megfelelően középtávon exportpiacunk mérete szintjében megközelíti a korábbi előrejelzésünk feltételezéseivel konzisztens pályát, ami pedig már az idei harmadik negyedévben is bővüléssel számolt.

Mindezzel együtt, mivel exportpiacunk méretére alkalmazott mutatónk a német import adatok viszonylag jelentős revíziói miatt visszatérő jelleggel ki van téve a rövid távú (mindig a közelmúltat érintő) adatrevíziók kockázatának, ettől a *Jelentéstől* kezdve ezzel a mutatóval megegyező jelentőséggel vesszük figyelembe fontosabb külkereskedelmi partnereink súlyozott GDP-növekedését is. Ebben a mutatóban ugyan kevésbé élesen rajzolódnak ki az üzleti ciklus fordulópontjai (így a legutóbbi recesszió 2002 eleji fordulópontja sem annyira nyilvánvaló, mint az exportpiacunk mérete mutató esetében), azonban a GDP-adatok revíziója lényegesen kisebb mértékű, így a folyamatok irányultsága rövid távon is jobban érzékelhető, és a magyar reálgazdasági mutatók alakulása ezzel a külső kereslet mutatóval a háttérben könnyebben interpretálható.

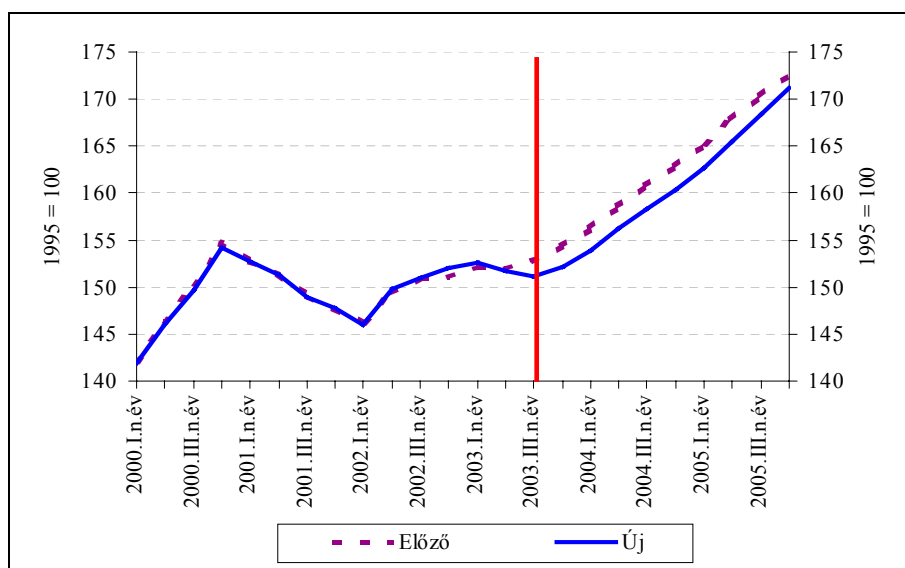
Ez a GDP-alapú külső kereslet mutató arról tanúskodik, hogy az európai konjunktúra 2003 második felében már az egyértelmű élénkülés szakaszába lépett, középtávon pedig ugyanolyan dinamikus külső kereslet bővülést jelez, mint az import-alapú exportpiacunk mérete mutató. Vagyis a külső konjunktúráról alkotott képünk az exportpiacunk méretének enyhébb szintbeli csökkenése ellenére valójában kedvezőbbé vált.

III-2. ábra: Fő külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása*



* Főbb külkereskedelmi partnereink GDP-jének volumene (a magyar exportszerkezet szerint súlyozva)

III-3. ábra: Exportpiacunk méretének alakulása*



* Főbb külkereskedelmi partnereink GDP-statisztika szerinti importjának volumene (a magyar exportszerkezet szerint súlyozva)

Így főbb külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó prognózisunk a teljes előrejelzési horizonton tükrözi, hogy konjunktúra-érzékelésünk november óta javult, vagyis ezen mutató előrejelzését 2004-re és 2005-re is felfelé revideáltuk. A harmadik negyedévi, korábban vártnál alacsonyabb tényadat miatt exportpiacunk méretének 2003-as és 2004-es növekedésére vonatkozó prognózisunk a novemberi *Jelentés*ben szereplőhöz képest jóval alacsonyabb, a kedvezőbb középtávú kilátások miatt azonban 2005-re már magasabb. A releváns nemzetközi előrejelzéseket adó intézetek a múltkori *Jelentés*ünk óta nem frissítettek prognózisaikon, azonban az OECD az idő tájt készített előrejelzése azóta nyilvánossá vált.

III-2. táblázat: A külső kereslet alakulására vonatkozó prognózisok
(éves átlagos bővülés százalékban)

	2003		2004		2005	
	előző	új	előző	új	előző	új
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések						
MNB-prognózis	0,5	0,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Európai Bizottság*	1,0	0,5	2,2	1,8	-	2,2
OECD**	1,1	0,5	2,2	1,8	-	2,5
IMF***	1,0	0,5	2,2	1,8	-	-
Exportpiacunk méretének alakulása						
MNB-prognózis	2,3	1,5	4,5	3,5	5,8	6,2
Európai Bizottság*	3,9	2,2	6,4	5,5	-	6,9
OECD**	4,1	2,3	6,8	4,8	-	7,0
IMF***	4,4	3,0	6,3	6,2	-	-

* Forrás: *Economic Forecasts, Spring 2003 / Economic Forecasts, Autumn 2003*

** Forrás: *Economic Outlook (2003. április) / Economic Outlook (2003. november)*

*** Forrás: *World Economic Outlook (2003. március) / World Economic Outlook (2003. szeptember)*

A kockázatok eloszlása az alappálya körül 2004-ben inkább felfelé mutató, mert az olajárak akár gyorsabb csökkenést is mutathatnak (az általunk alkalmazott olajár-futures-ből számított pálya magasabb, mint az elemzői prognózisok konszenzusából adódó), 2005-ben pedig nagyjából szimmetrikus az alappálya körül.

III. 1. 2. Az államháztartás keresleti hatása

A fiskális politikát most két külön részben, eltérő szemszögből mutatjuk be. Az alábbiakban, a korábbi *Jelentéseinkhez* hasonlóan a fiskális keresleti hatásra összpontosítunk, mert ennek alakulása határozza meg a makrogazdasági, így az inflációs előrejelzésünket. Az államháztartás keresleti hatásának elemzése mellett azonban mostantól a különböző hiánykategóriákra is – más előrejelzéseinkhez hasonlóan, feltételes jellegű – előrejelzést készítünk a Monetáris Tanács döntése alapján. A fiskális politika eddiginél részletesebb elemzése és előrejelzéseink alapelveinek hangsúlyozott kiemelése révén kívánjuk megismertetni a piaci szereplőkkel, hogyan értékeljük az államháztartás helyzetét, milyen kockázatokat és bizonytalanságokat látunk a fiskális politikával kapcsolatban. Ezen hiánymutatókat az V.5 fejezetben elemezzük részletesen.

III-3. táblázat: Áttekintés a fiskális jelzőszámok várható alakulásáról *
(a GDP százalékában)

Megnevezés	2003 előzetes	2004 előrejelzés	2005** feltevés
GFS-hiány	-5,8	-6,5	-4,7
ESA-hiány	-5,8	-5,3	-4,3
Kiegészített (SNA) hiány	-8,2	-6,8	-5,7
Fiskális keresleti hatás ***	-0,3	-1,7	-1,0

* A GFS, ESA és SNA hiány mutatókat itt csak tájékoztatásul mutatjuk be, részletesen az V. 5 fejezetben elemezzük.

** Normatív pálya: feltételeztük, hogy a kormány „Magyarország középtávú gazdaságpolitikai programja” szerint tervezett 1 százalékpontos mértékben csökken az ESA-hiány a 2004. évre várhatóhoz képest.

*** A kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása.

A tavalyi évre a *fiskális keresleti hatást* mutató jelzőszám a kereslet kismértékű szűkülését jelzi (GDP arányában -0,3 százalék). A kereslet szűküléséhez az adóbevételek elmaradása ellenére hozzájárult, hogy a helyi önkormányzatok tavaly a vártnál jobban visszafogták beruházási kiadásait.

A novemberi *Jelentésben* a 2003. évi keresleti hatást -0,4 százalékra becsültük. A rendelkezésünkre álló előzetes tényadatok alapján a keresleti hatás nagysága lényegében akkori előrejelzésünknek megfelelően alakult. A keresleti hatás szerkezete azonban némileg eltér az általunk várttól. Az adóbevételek ugyanis korábbi előrejelzésünknel kedvezőtlenebbül alakultak tavaly, ami nehezíti a 2004-es hiánycsökkentést, illetve fiskális keresletszűkítést.

Alap-előrejelzésünk szerint a 2004-re kitűzött deficit cél – 4,6 százalékos ESA-deficit – további évközi egyensúlyt javító intézkedések nélkül valószínűleg nem teljesül. Előrejelzésünk során mindvégig bizonytalanságot jelentett az, hogy az ESA módszertan hazai alkalmazása még nem tekinthető véglegesnek, ezért az általunk előre jelzett ESA-hiány szintje módszertani okok miatt is elmozdulhat. Az ESA módszertan bizonytalanságától függetlenül, az államháztartás az aggregált keresletének erőteljes szűkítésével jelentős mértékben hozzájárul a makrogazdasági egyensúlytalanság fokozatos kiigazításához.

Alap-előrejelzésünk készítésekor feltételeztük a januári átlagos monetáris kondíciók (hozamgörbe, árfolyam) előrejelzési horizontunkon való érvényesülését, illetve a 2004. januárban bejelentett kiadáscsökkentő intézkedések maradéktalan megvalósítását.¹⁵

Az idei évre a „kiegészített” SNA típusú deficit elsődleges egyenlege változásából adódó fiskális keresleti hatás jelzőszámunk az 1996-ot követő évek legnagyobb kereslet-szűkítését jelzi. A 2004. évi GDP-arányosan 1,7 százalékos keresletszűkítés erőteljes mértéke abból adódik, hogy már az idei évre elfogadott költségvetés is tartalmazott a GDP csaknem 0,9 százalék-át kitevő keresletszűkítést, amihez – a januári intézkedéscsomag maradéktalan megvalósulását feltételezve – hasonló mértékű hatást kifejtő, új intézkedések társulnak. Ez utóbbi csomag részletei előrejelzésünk lezártakor nem ismertek, feltételezésünk szerint a hiánycsökkentés a beruházási és működési

¹⁵ A kijelölt pénzügyminiszter által január elején meghirdetett 120 milliárd forintnyi kiadás megtakarítást a GFS egyenleg szintjén *nettó* 120 milliárd Ft. megtakarításként vettük figyelembe, továbbá a tavaly eldöntött 35 milliárd Ft-os előirányzat zárolást is effektívnek tekintettük.

kiadások (ez utóbbin belül valószínűleg elsősorban dologi kiadások) visszafogásával valósul meg.

A 2004-es fiskális előrejelzés részletei közül kiemeljük, hogy az államháztartási körben a költségvetési törvényben megfogalmazott bérfizetésekkel, vagyis a köztisztviselők és bírák, ügyészek esetében a 2003. évről áthúzódó hatásokkal, a többi foglalkoztatottnál pedig 6 százalékos béremeléssel számolunk. Tekintettel arra, hogy ezek az elvek nem épültek be az alapilletmények szintjén a törvénybe, valamint állami támogatás formájában sem kapják meg sem az intézmények, sem az alrendszerek, a béremelésre csak akkor van lehetőség, ha államháztartási szinten jelentős létszámleépítés valósul meg. Törvény rendelkezik arról is, hogy a 2004. évi 13. havi juttatást az államháztartásban foglalkoztatottak 2005. januárjában kapják meg, ezért pénzforgalmi szemléletben a 2004. évi átlagkereset növekedés a konkrét béremelések üteménél alacsonyabb lehet.¹⁶

A 2004-re várt erőteljes fiskális keresletcsökkentés makrogazdasági hatása megjelenik a 2004-2005. évre jelenlegi előrejelzésünkben várt alacsonyabb GDP-növekedésben és az ezzel párhuzamosan, fokozatosan javuló fizetési mérleg előrejelzésben.

A 2004-re az alap-előrejelzés szerinti, a GDP-arányában 1,7 százalékos keresletcsökkentés előrejelzésünket több, de összességében szimmetrikus eloszlású bizonytalansági tényező is terheli. Az alap-előrejelzésnél erősebb keresletcsökkentés is kialakulhat, ha a makrogazdasági előrejelzésben bemutatott kockázatok közül a vártnál magasabb infláció vagy bérnövekedés alakul ki idén, vagy ha tovább csúszna egyes állami beruházások kivitelezése. Ugyancsak fokozná a keresletcsökkentést, ha a tavaly az adóalapokból következő trend alá került ÁFA-bevételek tendenciája felfelé korrigálna. Kisebb mértékű keresletcsökkentéshez vezetne azonban, ha például növekednének a kvázi-fiskális kiadások, illetve egyes nyíltvégű kiadások túllépése meghaladná a jelenleg becsülhető. Összességében az alap-előrejelzés szerinti -1,7 százalékos keresleti hatást $\pm 0,7$ százalékra becsülhető bizonytalanság övezi.

III-4. táblázat: A 2004-es keresleti hatás előrejelzésünk bizonytalansága
(a GDP százalékában)

Keresleti hatás alap-előrejelzése: -1,7 százalék			
A bázisidőszak ÁFA kiesése visszafordul	0,4	Kvázi-fiskális kiadások magasabbak	-0,2
Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	0,2	Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	- 0,1
Beruházások kivitelezése húzódik	0,1	Egyes nyitott kiadások további túllépése (például bázis vagy intézkedések kisebb hatása miatt)	- 0,1
		Autonóm fiskális folyamatok (önkormányzat, intézmény) nagyobb ellentételező hatása	- 0,3
Keresleti hatás szélső esetben	-2,4	Keresleti hatás szélső esetben	-1,0

¹⁶ A lakossági jövedelem előrejelzésénél az államháztartási bérfizetést azonban eredménysszemléletben számoltuk el, vagyis a 2005. januárban kifizetésre kerülő 13. havi bért 2004. évi bérfizetéséknél vesszük figyelembe, amely esetben az átlagkeresetek várható növekedése 7-8 százalék lesz idén.

2005-re még nincs elfogadott költségvetési törvény, ezért a korábbi *Jelentésekhez* hasonlóan kétféle fiskális előrejelzés párhuzamos bemutatásával próbáljuk jellemezni a fiskális politikát.

Alap-előrejelzésünk ismét azon a feltételezésen alapszik, hogy a kormány által meghirdetett középtávú PEP-pálya szerinti GDP-arányos ESA-deficit 1 százalékpontos mérséklése megvalósul 2005-ben. Ez tehát egy feltételes előrejelzésnek, normatív pályának tekinthető. Feltételezésünk szerint ez esetben az államháztartás keresleti szűkítő hatása is az ESA-deficit szintjével arányos, 1 százalékos lenne.

2005-ös feltételes alap-előrejelzésünkhöz igen nagymértékű, expanzívabb fiskális politika irányába mutató kockázat társul. Alternatív, szabályalapú előrejelzésünk szerint a „változatlan fiskális politika” elvéből kiindulva csak a már törvénybe iktatott intézkedéseket veszi figyelembe.¹⁷ Ez esetben a már meglévő determinációk miatt 2005-ben az ideihez képest a deficit szintje nem csökkenne, hanem növekedne. E pálya mentén a fiskális keresleti hatás jövőre nem szűkítő, hanem expanzív lenne, a GDP arányában 1,3 százalékpontos mértékben. Így 2005-ben – a kiegészített (SNA) egyenleg szintjén – a GDP mintegy 2,3 százaléka tehető a jelenleg intézkedésekkel le nem fedezett fiskális kockázat.¹⁸

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

A tavalyi évben folytatódott a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseinek 2002-ben elkezdődött erőteljes ártrendeződése. A lakosság fogyasztói magatartásának megváltozása egyrészt hosszú távú, hazánk felzárkózó gazdasági státuszából levezethető folyamatoknak (egy magasabb fogyasztással és lakossági eladósodottsággal jellemezhető pályára történő átállás), másrészt pedig átmeneti, jellemzően az állami szerepvállalással összefüggő intézkedéseknek (államilag támogatott lakáshitelezés) az eredménye.

2003-ban várakozásainkat meghaladó mértékben növekedett a lakosság fogyasztási kiadásainak reálértéke. A 2002-es 10 százalékos bővülést követően az elmúlt év első három negyedévének éves átlagos növekedése mintegy 9 százalék volt. Mivel a már beérkezett információk alapján a negyedik negyedévre elkészített ténybecslésünk sem számol a fogyasztási dinamika lényeges mérséklődésével, így az elmúlt év egészében a lakosság fogyasztási kiadásainak bővülése vélhetően jelentősen meghaladta a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedését. A tartósan magas lakossági fogyasztás valamint a felhalmozási kiadások dinamikus növekedése a korábban jelentős nettó pénzügyi megtakarításokkal rendelkező háztartások (nettó) finanszírozási kapacitását számításaink szerint 2003-ban gyakorlatilag nulla körüli értékre mérsékelte.

¹⁷ A szabályalapú fiskális előrejelzés kialakításáról ld. a 2003. augusztusi *Jelentés* V.2 fejezetében írottakat.

¹⁸ Az ESA-hiány 1 százalékpontos csökkentéséhez – annak nagyobb, de részben átmeneti okokhoz köthető ideji mérséklődése miatt – a GDP 2,8 százalékát kitevő intézkedésre lesz szükség, ld. V. 5 fejezetben.

III-5. táblázat: A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása
(éves növekedési ütemek százalékban)

		Reál nettó lakossági jövedelem	Fogyasztási kiadások reálértéke	Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Tény/becslés	12,4	10,1	20-30
2003		8,7	8,9	0-10
2004	Előrejelzés	2,3	3,1	(-5)-5
2005		1,9	0,9	(-10)-0

A háztartások fogyasztásának várható alakulása

Előrejelzési időhorizontunkon a lakossági fogyasztás bővülési ütemének jelentős visszaesésére számítunk. Prognózisunkban igyekeztünk a legtöbb tényező hatását érvényesíteni, ám így is vannak olyan változók, amelyeket releváns információk hiányában (például Sulinet program feltételeinek változásai, autó behozatal szigorításának feltételezett hatásai) nem tudtuk teljes körűen figyelembe venni, így ezekkel a kockázatok között számoltunk.

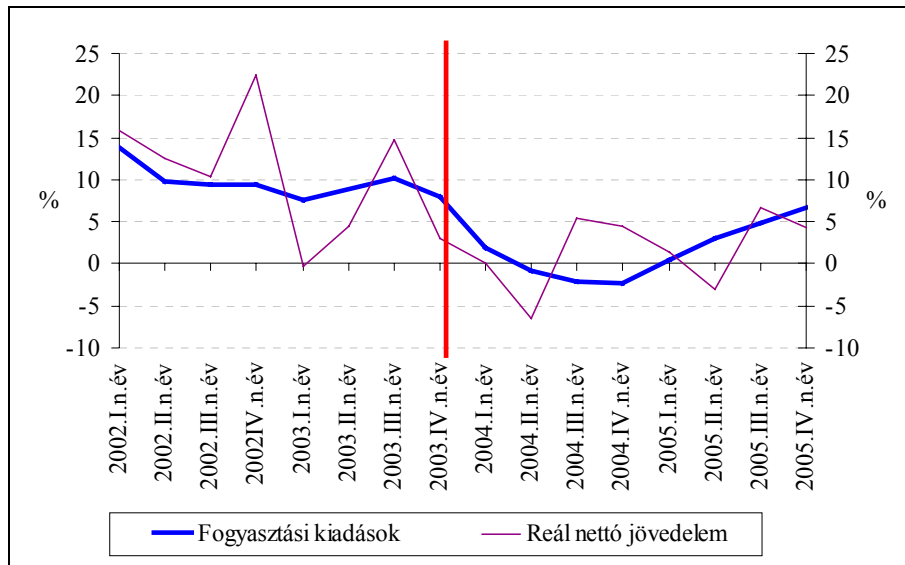
Alapfeltevésünk szerint a lakosság fogyasztási döntései nem kizárólag a folyó, hanem részben a jövőben permanensnek vélt jövedelmeknek megfelelően változnak, így a fogyasztás tekintetében a továbbiakban is a jövedelmek alakulásához képest lényegesen simább jövőbeli pályára számítunk.¹⁹

A lakossági jövedelmeknek az általunk ismert komponenseire (bruttó keresetek, pénzbeni társadalmi juttatások) adott előrejelzéseink szerint a háztartások nettó jövedelme 2004-ben illetve 2005-ben reálértékben is emelkedik.

¹⁹ Technikai értelemben is igaz, hogy a háztartások fogyasztási kiadásainak idei éves bővülése a tavalyi folyamatok által nagymértékben determinált Amennyiben idei évi előrejelzésként is a 2003. negyedik negyedévére adott ténybecslésünket rögzítenénk, akkor is – a bázishatás következtében – mintegy 3,2 százalékos éves növekedéssel számolhatnánk 2004-ben.

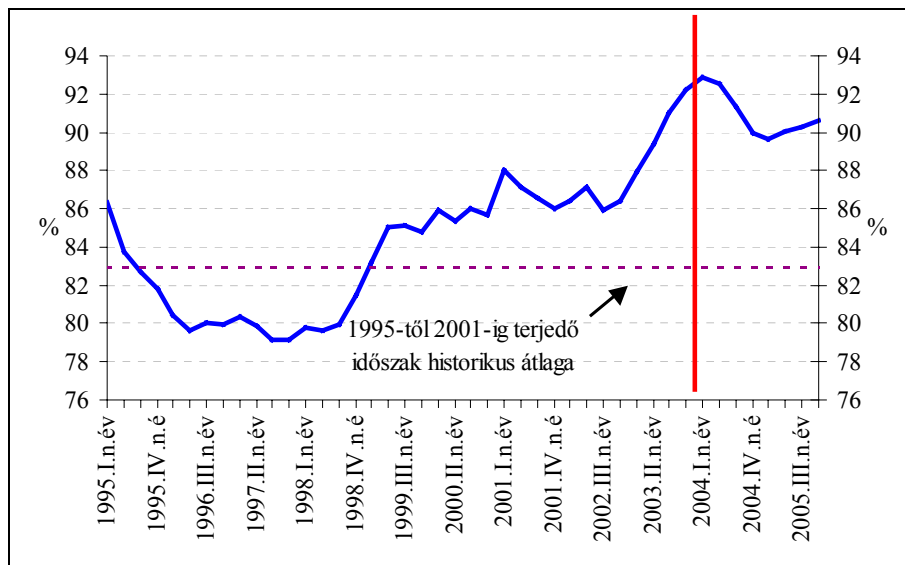
III-4. ábra: A lakosság vásárolt fogyasztási kiadásainak és reál nettó jövedelmének alakulása

(szezonálisan igazított adatok, évesített negyedéves növekedés)



A lakossági fogyasztás/jövedelem arány alakulásában 2005 végére részben korrekciót várunk, de nem számítunk arra, hogy a háztartások fogyasztói hajlandósága a korábbi historikus szintre csökken. Értékelésünk szerint ugyanis az elmúlt években lezajlott folyamatok eredményeként a lakosság a korábbi alacsonyabb fogyasztási aránnyal és kisebb eladósodottsággal jellemezhető pályáról egy magasabb egyensúlyi fogyasztás/jövedelem rátával (feltételeink szerint 89-90 százalékos) és magasabb eladósodottsági szinttel összhangban lévő egyensúlyi pályára állt át, amit a korábban meglévő fogyasztási korlátok oldódása magyaráz. Ezt kínálati oldalon az éles versenyben lévő kereskedelmi bankok egyre javuló hitelfeltételei támogatták (ez alatt nem a hitelköltségeket, hanem a hitelhez jutás feltételeit értjük), míg keresleti oldalról a javuló jövedelemvárakozások vezettek a megtakarítási hajlandóság csökkentéséhez.

III-5. ábra: A lakossági fogyasztás/rendelkezésre álló jövedelem arány alakulása
(szezonálisan igazított adatok)



* Fogyasztási arányt a folyó áras fogyasztás és a becsült folyó áras rendelkezésre álló jövedelem hányadosaként számítottuk (az utóbbira csak 2001-ig létezik publikált tényadat).

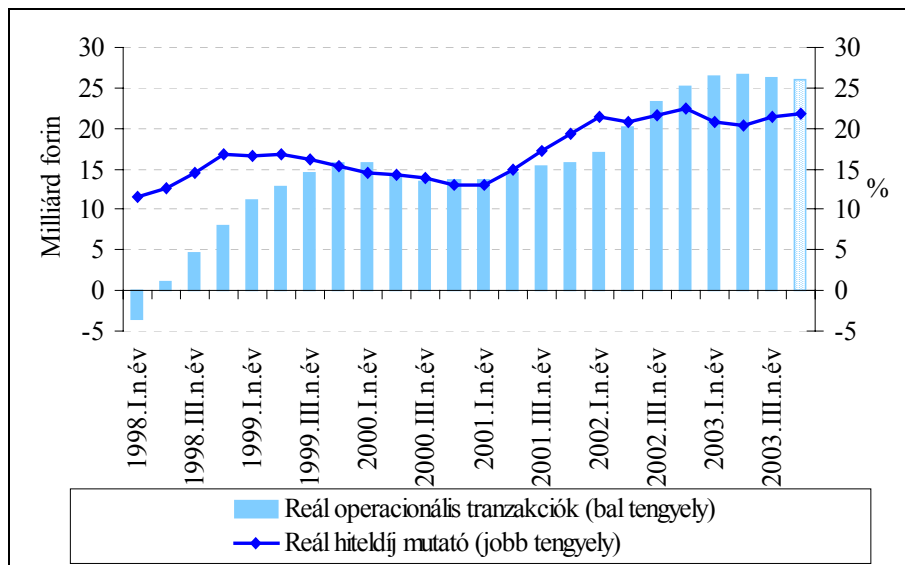
Az idei évben a fogyasztási ráta csökkenését döntően az államilag támogatott lakáshitelezés feltételeinek 2003. decemberi szigorítása okozza. Számításaink szerint ugyanis az így módon felvett lakáscélú hitelek mintegy 15-30 százaléka nemzetgazdasági szinten végeredményben fogyasztást ösztönzött, amire az idei valamint a következő években nem számítunk (részletesen lásd: V.3. fejezet)

Ugyanakkor a fogyasztási cikkek bizonyos szegmensében (háztartási cikkek, lakberendezés) éppen az előző évben felvett jelentős mértékű lakáshitelek miatt feltételezhetjük az értékesítési volumen dinamikus növekedését, mivel a tavalyi évben a szigorításoktól való félelem miatt előrehozott lakáshitel-felvétel nemcsak a felhalmozás egészét, hanem a fogyasztás egy jelentős részét is áthúzódo hatásként befolyásolja.

Bizonytalanságot hordoz a háztartások hitelfelvételi döntéseire az általános kamatszint változásának hatása. Az államilag támogatott lakás hiteleknel a jelenlegi állampapírpiazi hozamszint mellett²⁰ a hitelfelvelek jelentős csökkenésével számoltunk, míg a fogyasztási hitelek esetében a kialakult magas kamatok véleményünk szerint rövid távon nem mérséklék meghatározó mértékben a fogyasztási hitelek iránti keresletet. A fogyasztási hitelek állománya ugyanis reálértéken a korábbi években dinamikus emelkedett az inflációhoz mérten rendkívül reál magas hiteldíj mutatók ellenére (sőt, 1998-2003 között látványosan pozitív volt a korreláció a kettő között).

²⁰ A hatályos intézkedések értelmében, az államilag támogatott lakáshitelek kamata (mind az újépítésű, mind pedig a használt lakások esetében) a hitelfelvételt megelőző három hónap állampapír aukcióin kialakult átlagos éves hozamszint alapján kerül meghatározásra.

III-6. ábra: A fogyasztási hitelfelvétel reálértékre és a reál hitelköltségek alakulása *
(szezonálisan igazított adatok)



* Az operacionális tranzakciókat: a teljes állományváltozásból a kamatokba foglalt inflációs kompenzáció, az árfolyam változás miatti átértékelődés és az egyéb volumen változások kiszűrésével kapjuk. Forrás: Nemzetgazdaság Pénzügyi Számlái illetve Háztartások forint hitel átlagkamatai (MNB). Az operacionális tranzakciók 2003. IV. negyedéves értéke ténybecslés.

Jelenlegi előrejelzésünkben a legutóbbi *Jelentés*hez képest az idei évre magasabb, míg 2005-re alacsonyabb fogyasztásbővülést prognosztizálunk. Módosításaink több újonnan nyilvánosságra került információ együttes hatásának az eredménye. A 2004-es évre korábban adott prognózisunkat részben a magasabb tényadatok, a nagyobb bérinfláció és növekvő pénzbeni társadalmi juttatások miatt várhatóan jobban emelkedő lakossági jövedelmek, valamint a lakáshitelek csökkenésének fogyasztás szűkítő hatásainak eredőjeként összességében felfelé korrigáltuk. 2005-re ugyanakkor mérsékeljük reálbér előrejelzésünket valamint nagy jelentőséget tulajdonítunk a lakáshitelezés rendszerében történt módosítások lakossági fogyasztást mérséklő, időben fokozatosan kibontakozó hatásainak.

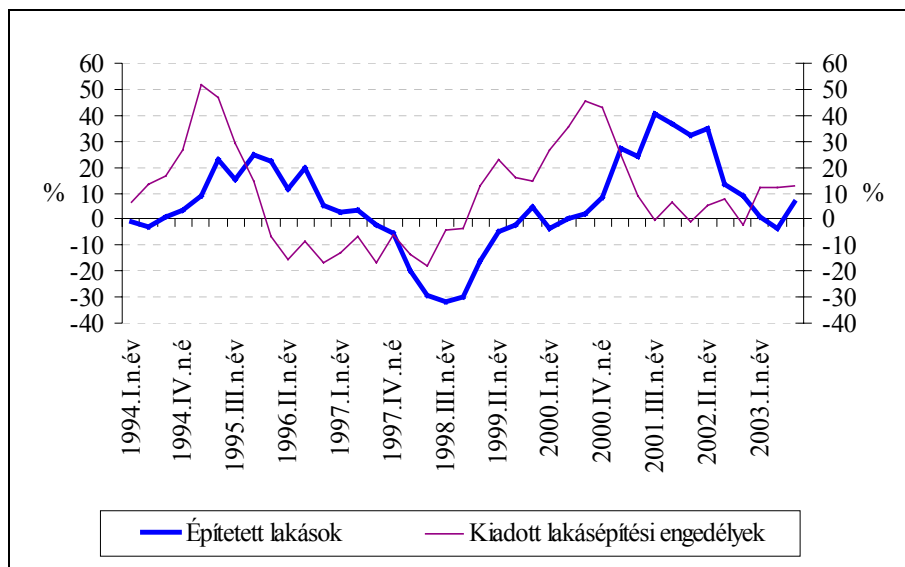
A háztartások felhalmozási kiadásainak alakulása

A háztartások felhalmozásai is nagymértékben az elmúlt évi folyamatok által determináltak. Az elmúlt két évben a lakáshitelek állomány mintegy ötszörösére emelkedett, amely növekedésnek közel egyharmad része 2003. második félévi hitelfelvételek eredménye. Az államilag támogatott lakáshitelek szigorításával kapcsolatos lakossági várakozások a lakásépítési engedélyek számának erőteljes felfutásában is éreztették hatásukat.

Mivel az elmúlt év második felében felvett lakáshitelek jelentős része vélhetően majd az idei évben realizálódik lakásberuházásként, valamint a 2002-ben megkezdett beruházások egy része is 2004-ben kerül átadásra, ezért előrejelzésünk szerint a lakossági beruházások 2004-ben reálértéken kis mértékben még emelkedhetnek. 2005-ben már egyértelműen érzékelhetővé válik az államilag támogatott lakáshitelezésről

2003. végén meghozott szigorító intézkedések hatása, így erre az időszakra már a lakosság felhalmozási kiadásainak jelentős visszaesésével számoltunk.

III-7. ábra: Az épített lakások és az építési engedélyek számának alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)

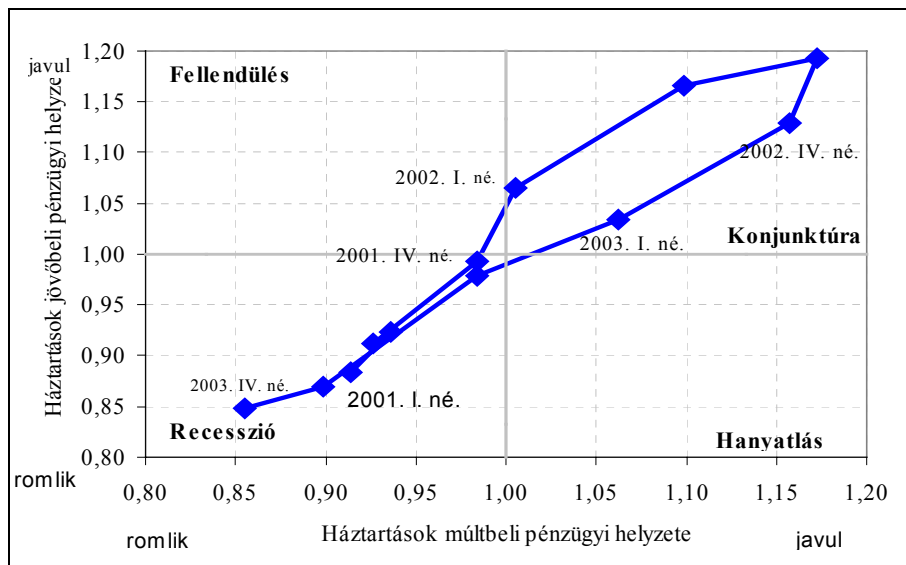


A háztartások pénzügyi megtakarításai

Összességében a lassuló fogyasztás-bővülés és a lassuló beruházási aktivitás ellenére lakosság nettó finanszírozói kapacitásának lényeges emelkedésére az 2004-ben nem számíthatunk, mert a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedése is jelentősen lassul. Az idei évben az új szabályozás miatt megemelkedő támogatott lakáshitel-kamatok következtében a lakáshitelek korábbi jelentős bővülése nem várható, ami a lakás-beruházásokban 2005-ben éreztetheti hatását. Emiatt jövőre már a nettó pénzügyi megtakarítások erőteljes növekedését prognosztizáljuk.

Szintén a pénzügyi megtakarítások növekedésének irányába mutat, hogy az elmúlt másfél évben jelentősen romlottak lakosság jövőbeli várakozásait tükröző bizalmi indexek, ami az óvatossági motívum felerősödését okozhatja a háztartások jövedelem-felhasználási döntéseinek meghozatalakor.

III-8. ábra: A lakosság saját jövedelmi helyzetének megítélése a GKI bizalmi indexe alapján*



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

III. 1. 4. Vállalati beruházások

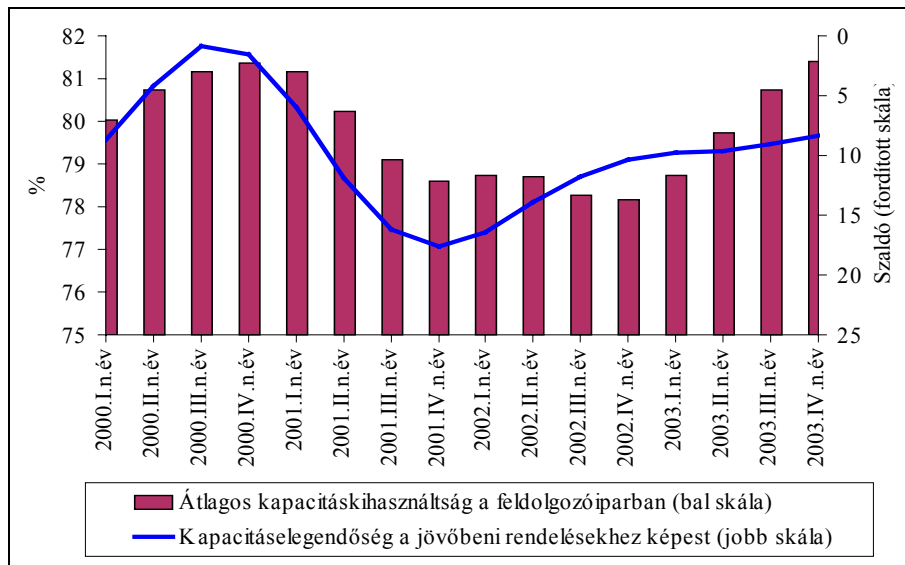
A vállalati, és különösen a feldolgozóipari beruházásokban jelentkezett leginkább 2001 és 2002 folyamán a világgazdasági recesszió hatása. 2003-ban azonban viszonylag erős dinamikával indult meg a beruházások növekedése, amelynek folytatódását a külső kereslet élénkülésén és a gyengébb reálárfolyamon kívül az utóbbi időszak folyamatai következtében megrágult munkaerő tőkével való helyettesítése is vezérli. Mindez 2004-ben erőteljes beruházás-bővüléshez vezet mind a feldolgozóipari, mind a teljes vállalati körben. Az előrejelzési horizontunk vége felé a tőkeköltségeknek a feltételezett kamatszint melletti emelkedése már csökkent a magas növekedési dinamikát, így 2005-re az előző évinél valamivel visszafogottabb ütemű bővülést prognosztizálunk.

III-6. táblázat: Az üzleti beruházások alakulása
(éves átlagos növekedési ütemek százalékban)

	Tény	Becslés	Előrejelzés	
	2002	2003	2004	2005
Feldolgozóipari beruházás	-9,0	2,1	7,8	5,6
Vállalati beruházás	-2,1	4,5	7,3	6,2

A Kopint-Datorg negyedik negyedéves felméréséből arra következtethetünk, hogy további élénkülés várható, ugyanis a meglévő kapacitások kihasználtsága tovább növekedett, és azon cégek száma is emelkedőben van, amelyek a termékeik iránt jövőben várható kereslethez képest elégtelennek ítélik meg a jelenlegi kapacitásait.

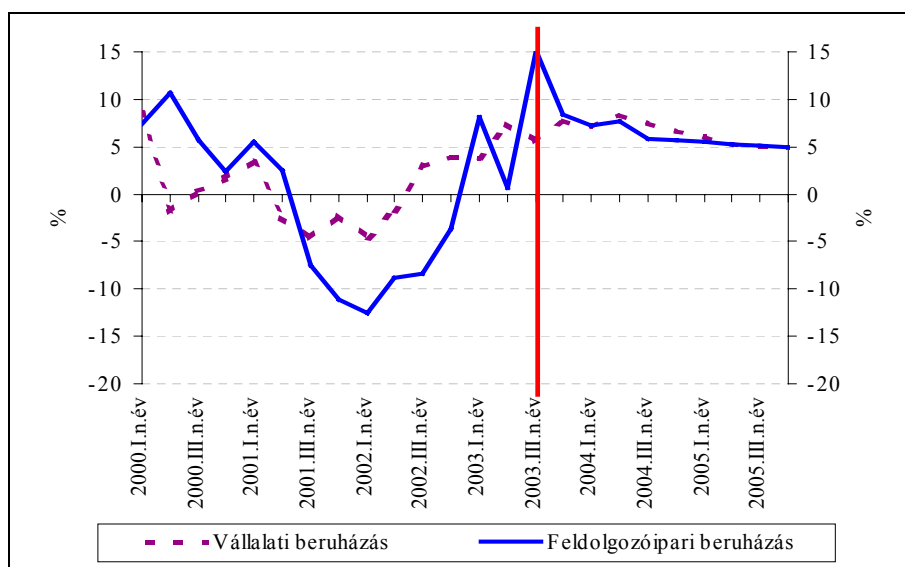
III-9. ábra: Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban
(a Kopint-Datorg felmérése alapján)



2004-ben az erős külső kereslethez a gyengébb reálárfolyamon keresztül javuló versenyképesség társul, tovább javítva a vállalatok beruházási környezetét, mindenekelőtt a külső hatásoknak erőteljesebben kitett feldolgozóiparban. A piaci szolgáltatók beruházásai ugyanis a gyengülő dinamikájú lakossági fogyasztásra való reakcióként mérséklődnek.

A tartósan magas növekedési ütemeknek 2005-ben a tőkeköltségek emelkedése gátat szab majd, így a negyedéves dinamikák lassú csökkenésén keresztül mind a feldolgozóiparban, mind a teljes vállalati körben 5 százalékos éves bővülés környékén stabilizálódik a beruházások volumene.

III-10. ábra: A feldolgozóipari és teljes vállalati beruházások volumenének alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)

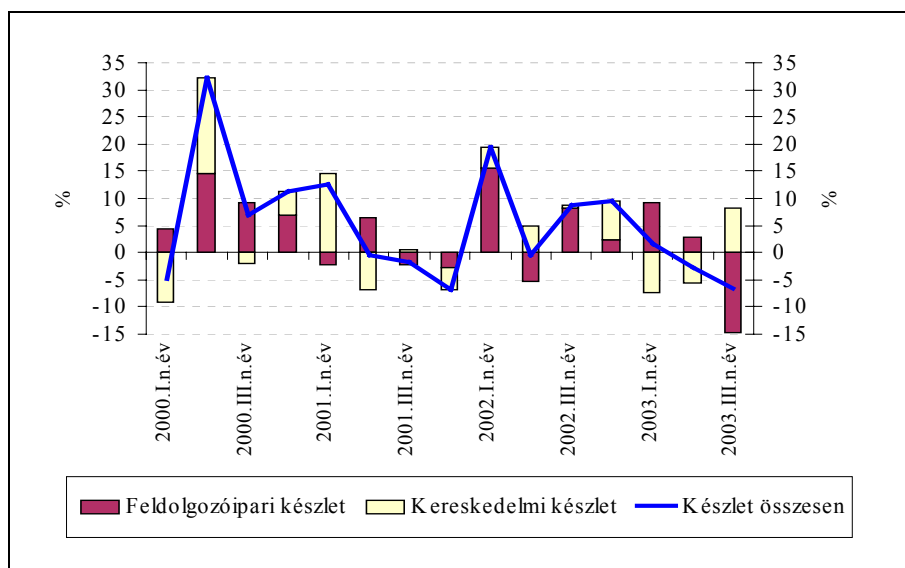


III. 1. 5. Készletalakulás

A rendelkezésünkre álló készlet-idősorok túl rövidek ahhoz, hogy igazán megalapozott állításaink lehessenek alakulásukkal kapcsolatban a gazdasági ciklus kontextusában. Feltevésünk szerint a feldolgozóipari konjunktúra első szakaszában a vásárolt készletek (alap- és segédanyagok, alkatrészek, áruk) állománya növekszik jelentősen, a saját termelésű készletek állománya néhány negyedév lemaradással emelkedik, amikor a konjunktúra már a végső felhasználásban is érezteti hatását.

2003 első feléig a készletek alakulása nagyjából konzisztens volt ezzel a feltételezésünkkel, hiszen a 2002 eleje óta élénkülő feldolgozóipar készletállománya növekedést mutatott, bár a bővülés majdnem olyan erőteljes volt a saját termelésű készletekben is, mint a vásároltakban. A tavalyi év harmadik negyedévében aztán egy radikális visszaesést láthatunk a feldolgozóipari készletek állományában. Ezt okozhatta az időszak kiugró feldolgozóipari termelése és értékesítése, bár a visszaesés mértéke még így is nagyon jelentős, és megnyugtatóan legfeljebb a teljes éves statisztika rendelkezésre állása után értékelhető.

III-11. ábra: A nemzetgazdasági készletek alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütem illetve hozzájárulás)



A kereskedelmi készletek a korábbi negyedévek visszaesését követően ugyanakkor növekedtek, ami ellentmond korábbi várakozásunknak, hogy a kereskedő cégek már esetleg a fogyasztás 2004-es lassulását számításba véve leépítik árukészletüket. Ezek után azt gondoljuk, hogy a kereskedelmi készletek alakulása feltételezhetően még nem hordoz ennyire előrejelző információt, s inkább egyidejű, vagy legfeljebb egy negyedéves csúszással tolódik el a lakossági fogyasztáshoz képest. Alternatív magyarázatként kínálkozik, hogy a kereskedők előrejelzésüknél kevésbé (vagy egyáltalán nem) lassuló fogyasztási dinamikát várnak az idei évre.

Előrejelzési horizontunkon a belföldi ipari konjunktúra kibontakozásával összhangban arra számítunk, hogy a feldolgozóipari készletek állománya a tavaly harmadik negyedévi nagy visszaesés után felfelé korrigál, a kereskedelmi készletekben pedig stagnálást, kisebb csökkenést várunk.

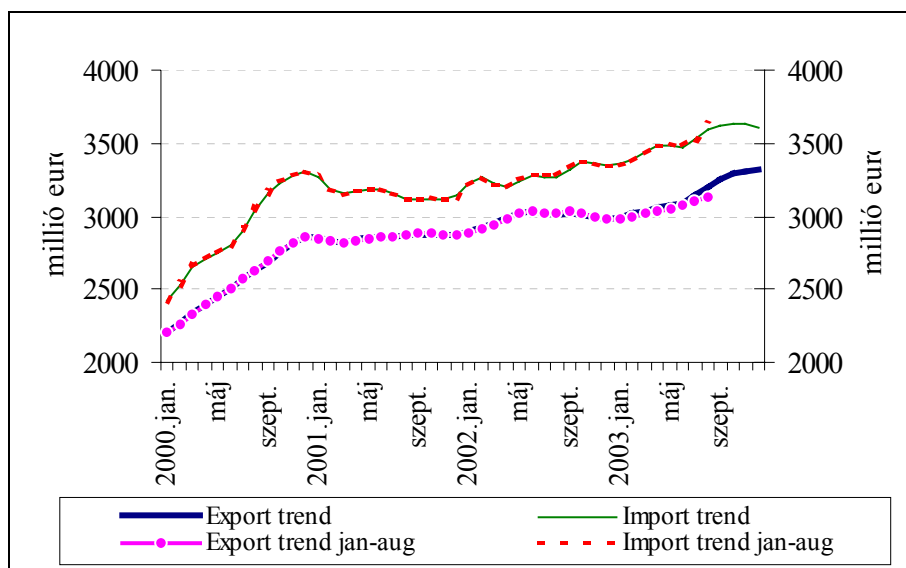
III. 1. 6. Külkereskedelem

Előrejelzésünkben a külső kereslet felívelésével összhangban az export folyamatos növekedését jelezzük előre 2004-re és 2005-re is

2003-ban becslésünk szerint a nemzetgazdasági export 9,1 az import pedig 12,8 százalékkal, a vártnál gyorsabban nőtt. Bár a novemberi *Jelentésben* is számítottuk az export gyorsulására, jelenlegi becslésünk annál is lényegesen magasabb, amit a tavalyi év végéről beérkezett információk magyaráznak. Az utolsó adatok fényében az egész második félév export növekedése a vártnál gyorsabb trend mentén valósult meg (ld. alább).

Ábránkon megfigyelhető, hogy a novemberre és a decembere vonatkozó KSH adatközlés jelentősen felfelé revideálta az export és az import trendjét. Az import magas növekedése több tényezővel is magyarázható, egyrészt az export felfutásával, másrészt a továbbra is erőteljes lakossági fogyasztással és a vállalati beruházási ciklus felívelésével. Az export és import közötti elnyílást (nettó exportot) hasonló mértékűre becsüljük mint novemberben, ezért a tavalyi gazdasági növekedésről alkotott képünk összességében nem változott.

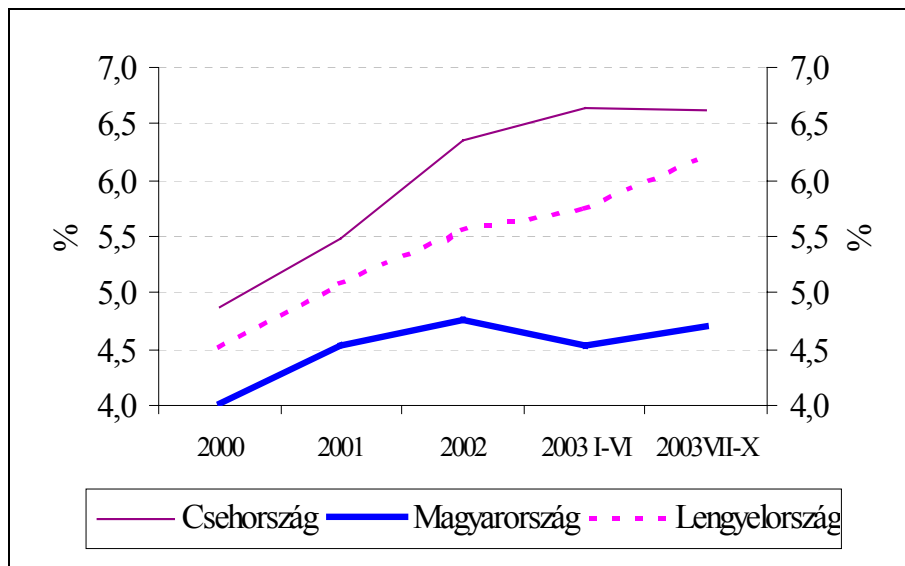
III-12. ábra: Az áruexport és áruimport euróban



A tavalyi évre vonatkozó export becslésünk nagymértékű korrekcióját szemlélteti piaci részesedésünk változása is az év folyamán.²¹ A német import alapján számított a piaci részesedés mutató az első félévben visszaesést mutatott, viszont a júliustól októberig figyelembe vett adatok alapján már újra nőtt a piaci részesedésünk.

²¹ Évközi piaci részesedés elemzésünket Németországra tudjuk elvégezni, mert az EU egészére vonatkozó importadatok csak júliusig állnak rendelkezésünkre.

III-13. ábra: Piaci részesedésünk változása Németország importjában*



* A piaci részesedést Németország EU-n kívüli importján belül számítottuk folyóáras euró adatokból. Forrás: Deutsche Bundesbank

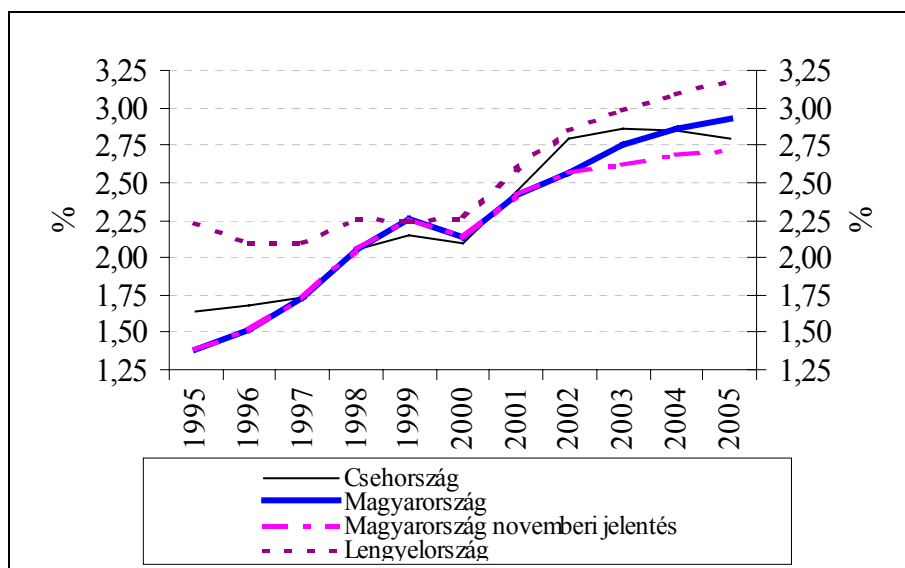
2003-ban becslésünk szerint a teljes export volumen növekedése lényegében megegyezett az áruexportéval. Ennek háttérében, a szolgáltatásexporton belül, eltérő folyamatok húzódnak meg. Az egyéb szolgáltatások exportja ugyanis a második félévtől az áruexportnál dinamikusabban növekedett, míg az idegenforgalmi bevételek volumene tovább csökkent.

Az idegenforgalmi bevételek előrejelzésében stagnáló volumennövekedéssel számolunk, míg a kiadások enyhe növekedését vetítjük előre.

2004-ben előrejelzésünk szerint az export növekedési üteme némileg meghaladja az importét, hiszen a belföldi kereslet okozta importigény mérséklődik. A nemzetgazdasági export 9,5 import 8,9 százalékos növekedést jelezzük előre. 2005-ben pedig, amikor a belföldi felhasználás növekedése alacsonyabb lesz, mint a GDP üteme, a nemzetgazdasági export 9,1 százalékos bővülése mellett az import 7,0 százalékos növekedése várható.

Az Európai Bizottság tavaly októberi, EU és a szomszédos országokra vonatkozó prognózisát felhasználva elkészítettük a piaci részesedések előrejelzését is. Ez alapján a korábbi évek trendje folytatódik a jövőben is. A novemberi *Jelentésben* szereplő előrejelzésünk még a trend ellaposodást mutatta. A III-13. ábrán látható, hogy a korábbi és jelenlegi előrejelzésünk közötti eltérést elsősorban a 2003-as év második félévnek megugrása okozza. Az Európai Bizottság előrejelzése alapján Lengyelország gyorsabban lesz képes növelni piaci részesedését. Csehország pedig az előrejelzés szerint veszíthet piaci részesedéséből.

III-14. ábra: Piaci részesedés az EU-ban*



*Forrás: Európai Bizottság előrejelzése 2003. Október, Magyarország esetében MNB előrejelzése. A piaci részesedést az EU országok EU-n kívüli országokból származó importján belül határoztuk meg volumenadatokból.

III. 1. 7. Külső egyensúly

2003-ban a folyó fizetési mérleg hiánya előzetes adatok alapján a GDP arányában 5,6 százalékot tett ki. Ez a szám a vámstatisztikai adatok tavalyi revízióját már tartalmazza, ugyanakkor – a jelenleg érvényes módszertannak megfelelően – nem tartalmazza az újrabefektetett jövedelmeket. Számításaink szerint a fiskális kiigazítás hatására 2004-ben némileg, majd 2005-ben lényegesen, a GDP arányában 4 százalékra mérséklődik a folyó fizetési mérleg hiánya

Az egyenleg idei javulását egy módszertani jelenség tompítja. Az EU elszámolások ugyanis becslésünk szerint a GDP mintegy 0,2-0,3 százalékával emelik a hiányt, mert Magyarország befizetései „viszonytalan átutalásként” a folyó tételek között szerepelnek, míg a kapott transferek egy része a tőkemérlegben jelenik meg. (Erről lásd keretes írásunkat).

Előrejelzésünket a jelenleg érvényes és az idén bevezetésre kerülő új módszertan szerinti fizetési mérlegre is közöljük.²² A novemberi *Jelentésünkben* már készítettünk előrejelzést az új fizetési mérlegre, amelyben figyelembe vettük a pénzügyi számlákban elszámolt újra-befektetett jövedelmeket is. A külföldiek Magyarországon újra-befektetett jövedelmének elszámolása 1998-tól a GDP 2-2,5 százalékával magasabb fizetési mérleget és külföldi finanszírozási igényt eredményez.²³ Az újra-befektetett

²² Az újrabefektetett jövedelmekre itt közölt számok saját szakértői becslésünkön alapulnak. A téma módszertani vonatkozásairól ld. a novemberi *Jelentés* V.2 fejezetét. Az MNB 2004. január 5-én megjelent sajtóközleményében ismertette a fizetési mérleget érintő módszertani változásokat és a közlési és adat-felülvizsgálati rend változásait. Az MNB a 2004. március 31-i adatközléskor publikálja 1995-ig visszamenő a hivatalos adatsorokat.

²³ Az újrabefektetett jövedelmeket is tartalmazó külső egyensúlyi mutatóról készült elemzésünk a *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* c. MNB kiadvány 2003. májusi számában jelent meg. Részletes elemzést ld.

jövedelem elszámolása nem jelent valódi többlet finanszírozási igényt, mert megemeli a külföldiek magyarországi tőkebefektetéseit is, s így automatikusan finanszírozódik.

III-7. táblázat A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási helyzete jelenlegi és a 2004 március 31-től alkalmazott módszertan szerint
(a GDP százalékában, ha külön nem jelezzük)

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

* Speciális mutató, nem az államháztartás hiányát mutatja.

** Pénzügyi és nem-pénzügyi vállalkozások összesen. Az állami autópálya-építés kiadásai az állami szektor részét képezik

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

**** Az újrabefektetett jövedelmeket az MNB pénzügyi számlákból számítottuk, 2004-2005-re szakértői becsléssel.

2003-ban a tágan értelmezett állami szektor finanszírozási igénye a GDP 0,7 százalékával csökkent, miközben a magánszektor finanszírozási képessége a GDP mintegy 3 százalékával esett vissza. Ez utóbbit az okozta, hogy a lakosság korábbi évekre jellemző nettó megtakarítói viselkedése megváltozott. A lakosság megtakarítói pozíciójának változása a magas fogyasztás mellett jelentős részben az államilag támogatott lakáshitelezés következménye volt. Ehhez járult a vállalati szektor beruházási ciklusának kezdődő felívelése, ami szintén növelte a külső finanszírozási igényt.

2004-ben az állami szektor finanszírozási igényének mintegy 1 százalékos csökkenését jelezzük előre a fiskális pálya alapján. A magánszektor finanszírozási kapacitása ebben az évben már némileg emelkedik, mert a lakáshitelezés szigorítása miatt feltételezésünk szerint a lakosság újra nettó hitelnújtó pozícióba kerül. A vállalatok beruházási aktivitása tovább élénkül, de becslésünk szerint jövedelmezőségük ezzel arányosan nő.

2005-ben, a kormány Középtávú Gazdasági Prognózisában feltételezett deficit csökkenés alapján tovább folytatódik a fiskális keresletszűkítés. A háztartások

megtakarításai nőnek, az alacsony fogyasztás és a lakásberuházások visszaesése következtében. A vállalatok felhalmozási kiadásai továbbra is magas szinten maradnak, miközben jövedelmezőségük ennél kisebb mértékben nő.

Az EU-transzferek elszámolása a fizetési mérlegben

Magyarország 2003-ban GDP 0,3 százalékanak megfelelő támogatást kapott az EU-tól. 2004-ben az EU csatlakozás után a EU-tól kapott transzferek és Magyarország befizetéseinek egyenlegét a GDP 0,4 százaléka becsüljük. 2005-ben hazánk már jelentősebb mértékben a GDP 0,7 százalékanak megfelelő összegben lesz nettó kedvezményezettje az Uniótól származó kifizetéseknek.

Az Unióból érkező transzferek mérséklék az ország külső finanszírozási igényét, azonban a transzferek elszámolása a folyó fizetési mérleg hiányát nem csökkenti hasonló mértékben. Magyarországnak az EU költségvetésébe történő befizetései a fizetési mérleg folyó részében vannak elszámolva, míg a hazánk által kapott transzferek megoszlanak a folyó és a tökemérleg között: az alapvetően fogyasztáshoz kapcsolódó transzferek – mint például a mezőgazdasági ártámogatások – a folyó részben, a beruházásokhoz, fejlesztésekhez kapcsolódó átutalások pedig a tökemérleg részben jelennek meg. Mivel az Uniótól érkező transzferek fizetési mérlegben történő besorolása tételenként történik, nehéz egzakt módon előrejelezni a transzferek folyó fizetési mérleg egyenlegére kifejtett várható hatását.

Jelenlegi információink alapján az EU-tól kapott transzfereknek várhatóan a fele a folyó fizetési, másik fele pedig a tökemérlegben kerül elszámolásra. Így 2004-ben a GDP közel 0,6-0,6, 2005-ben pedig 0,9-0,9 százaléka kerül a fizetési mérleg egyes részeibe. Az Unió és Magyarország közötti ki- és befizetések egyenlege az aszimmetrikus elszámolás miatt 2004-ben GDP 0,2, 2005-ben 0,3 százalékaival rontja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Ezzel párhuzamosan azonban javul a tökemérleg, és ezzel a külső finanszírozási képesség egyenlege, ugyanis Magyarország mindkét évben nettó kedvezményezettje lesz az Uniótól származó kifizetéseknek. A mezőgazdasági támogatásoknál azt is figyelembe kell venni, hogy ezen a területen előfinanszírozás történik, vagyis az agrártámogatások egy részét hazánk csak a tárgyévet követően kapja meg.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

A külső egyensúly romlása mellett 2003-ban a folyó fizetési mérleg hiányát finanszírozó – a statisztikában a pénzügyi és a tökemérleg tételei között szereplő – tőkebeáramlás szerkezete is jelentős megváltozott. Míg a korábbi években a hiány finanszírozásában komoly szerepe volt a működőtőke beáramlásnak, addig 2003-ban az újrabefektetett jövedelmek nélkül számított működőtőkénél kiáramlás volt megfigyelhető, így a folyó fizetési mérleg hiányát elsősorban adóssággeneráló tételek finanszírozták.

A nettó működőtőke beáramlás visszaesésében a vállalati szektor alacsony nettó finanszírozási igénye mellett szerepet játszottak ciklikus és egyszeri hatások is. A beruházásait a korábbi években jelentős részben működőtőke-bevonásával finanszírozó vállalati szektor nettó finanszírozási igénye²⁴ 2003-ban is alacsony maradt ami

²⁴ Ha az újrabefektetett jövedelmeket nem vesszük figyelembe, akkor a szektor nettó megtakarító volt.

mérsékelte a működőtőke-befektetések iránti igényt, bár a vállalatok beruházásai ebben az évben már emelkedtek.

A nettó működőtőke-beáramlást tovább csökkentette a hazai vállalatok regionális terjeszkedése.

A nemzetgazdaság magas külső finanszírozási igénye tehát nem a vállalati szektor finanszírozási igényére vezethető vissza, hanem az államháztartáséra. Az államháztartás pedig jellemzően nem működőtőke bevonásával, hanem kötvénykibocsátással finanszírozza hiányát, így a nemzetgazdaság külső forrásigényének kielégítésében szükségszerűen csökkent a működőtőke szerepe, miközben az adósságtípusú forrásoké emelkedett.

A 2003. évi folyó fizetési mérleg hiány finanszírozásában is jelentős szerepet játszott a külföldiek forint állampapír-vásárlása és betételhelyezése. A fiskális politikával és a forintárfolyammal kapcsolatos bizonytalanság következtében a külföldiek forinteszközeinek állománya még az emelkedő forinthatározatok ellenére is kisebb mértékben emelkedett, mint 2002-ben, miközben a nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye nőtt. Mindeközben a hazai vállalatok áttértek pénzügyi eszközeikre, és külföldi devizabetéteik csökkentése mellett növelték forinteszköz állományukat, ami nettó devizaadósságuk növekedéséhez vezetett.

Várakozásaink szerint 2004-ben és 2005-ben kedvező folyamatok indulnak meg, és a külső finanszírozási igény csökkenése és az egyes gazdasági szektorok megtakarítási egyenlege mellett a finanszírozás szerkezete is kedvezőbb irányba mozdul. Az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése, illetve a háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak enyhe növekedése mellett a vállalatok beruházási aktivitása is élénkül majd. Mindez várhatóan az adósságtípusú finanszírozás súlyának mérséklődését és a működőtőke beáramlásának növekedését eredményezi majd.

III-8. táblázat: A folyó fizetési mérleg finanszírozása (millió euró)

	2002				2002	2003				2003
	2002. I.	II.	III.	IV.		2003. I.	II.	III.	IV.	
	negyedév					negyedév				
1. A folyó fizetési mérleg egyenlege	-480	-726	-285	-1280	-2771	-872	-1430	-957	-909	-4168
2. Tőkemérleg egyenlege	51	62	23	54	190	-105	9	12	8	-76
3. Külső finanszírozási igény	-428	-664	-262	-1226	-2580	-977	-1421	-946	-901	-4244
4. Finanszírozás	-631	207	206	1024	806	3558	-182	1155	169	4700
5. Közvetlen tőkebefektetések	112	329	76	116	633	-670	-157	-486	-142	-1456
5.1 Működőtőke befektetések külföldön	-41	-48	-108	-78	-275	-448	-164	-41	-804	-1457
5.1 Működőtőke befektetések Magyarországon	154	377	184	194	908	-222	6	-446	340	-321
6. Konszolidált államháztartás hitelforgalma	-308	-106	921	996	1503	1589	-287	1236	-270	2269
6.1 MNB hitelforgalom	-768	-296	-7	-578	-1649	-116	-541	-771	-421	-1849
6.2 Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	-132	53	-36	279	164	977	-9	1146	281	2396
6.3 Külföldiek állampapír vásárlása	592	138	964	1295	2988	728	263	861	-130	1722
7. Magán szektor nettó tőkebevonása	-441	-462	-1052	-528	-2483	2551	133	586	351	3622
7.1 Hitelintézetek forrásbevonása	573	575	37	-40	1145	2642	-167	394	301	3170
7.2 Portfólióbefektetések (részvényvásárlás priv. nélkül)	113	-60	-123	-117	-186	212	44	147	-172	230
7.3 Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	-1127	-976	-967	-371	-3441	-304	256	46	222	221
8. Tévedések és kihagyások egyenlege	156	138	147	137	577	189	38	-123	86	191
9. Nemzetközi tartalékok változása	-1111	-519	-79	-256	-1965	2686	-1611	198	-740	532

III. 2. Termelés

A belföldi termelési folyamatokat érintő hatások alapvetően kedvezőek. A külső kereslet oldaláról egyértelműen pozitív impulzusok érik a magyar vállalkozásokat, ugyanakkor a magasabb termelékenység miatt tartósan kedvezőbb reálárfolyam is nagyobb bővülési lehetőségeket jelent a feldolgozóipari termelésben. Mindez, valamelyest alacsonyabb dinamikával a feldolgozóipari hozzáadott-érték alakulásában is megjelenik. A piaci szolgáltatások hozzáadott-értékében a lakossági fogyasztás lassulása erőteljesebben érződik a külső konjunktúra húzó hatásánál, így az a korábbinál kisebb dinamika mentén növekszik idén és 2005-ben.

III-9. táblázat: A termelés alakulása
(éves átlagos növekedési ütemek százalékban)

	Tény	Tény/Becslés	Előrejelzés	
	2002	2003	2004	2005
Feldolgozóipari bruttó termelés	3,6	6,9	9,5	7,7
Feldolgozóipari hozzáadott-érték	2,6	1,9	6,5	7,1
Piaci szolgáltatások hozzáadott értéke	4,8	4,1	3,5	3,0

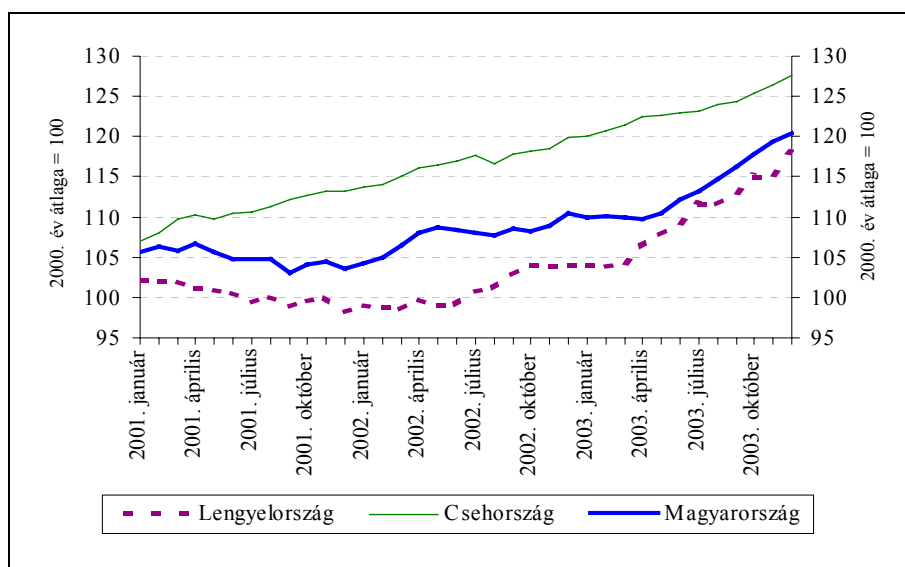
A hazai feldolgozóipari termelés élénkülése már 2002 eleje óta érezhető az adatokból, a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata óta pedig ez az élénkülés a hozzáadott-érték vonatkozásában is jelentős, ami csökkentette az elnyílást a bruttó termelés javára mutató elnyílást a bruttó termelés és a hozzáadott-érték adatok között.

Az exportértékesítés élénkülését a német importkereslet gyors növekedése magyarázta, míg a belföldi értékesítés stagnált. Az élénkülés a német import 2003-as lassulása ellenére a tavalyi évben is folytatódott, s különösen erőteljes bővülés figyelhető meg a harmadik negyedév adataiból. Évesített szinten a feldolgozóipar bruttó kibocsátásának harmadik negyedévi növekedése meghaladta a 23, míg a hozzáadott-érték bővülése megközelítette a 10 százalékot. A negyedik negyedévre a feldolgozóipari termelés intenzív bővülése folytatódott: az évesített növekedési ütem meghaladta a 20 százalékot. Bár a kimagasló növekedési ütemek nem a teljes feldolgozóipart, hanem csak annak néhány szektorát jellemzik, mivel ezek a szektorok (gépípar, vegyipar, fémfeldolgozás) adják a külkereskedelmi forgalom jelentős részét, így viszonylag erős hatások mutatkoznak a reálgazdaság más területein is. A termelés harmadik negyedévi bővülése összhangban van a külkereskedelemben tapasztalt hasonló mértékű harmadik negyedévi expanzióval.

A tények jelentősen felülírták a feldolgozóipari termelés növekedésének 2003-as mértékére vonatkozó prognózisunkat: a tény éves növekedés 6,9 százalék lett. A hozzáadott-értékben, ahol a negyedik negyedévi adatot még nem ismerjük, felfelé módosítottuk 2003-ra vonatkozó becslésünket: 1,9 százalékos lehet a bővülés.

A hazai termelés gyorsulása, úgy tűnik, beleillik egy regionális élénkülésbe. A magyartól jelentős eltéréssel alakuló cseh- és lengyel reálárfolyam ellenére feldolgozóiparukat hasonló mértékű gyorsulás jellemezte 2003 második felében. Mindez arra utal, hogy az élénkülés mögött egy közös ok, az európai konjunktúra fellendülése lehet a meghatározó, nem a reálárfolyam-mozgások.

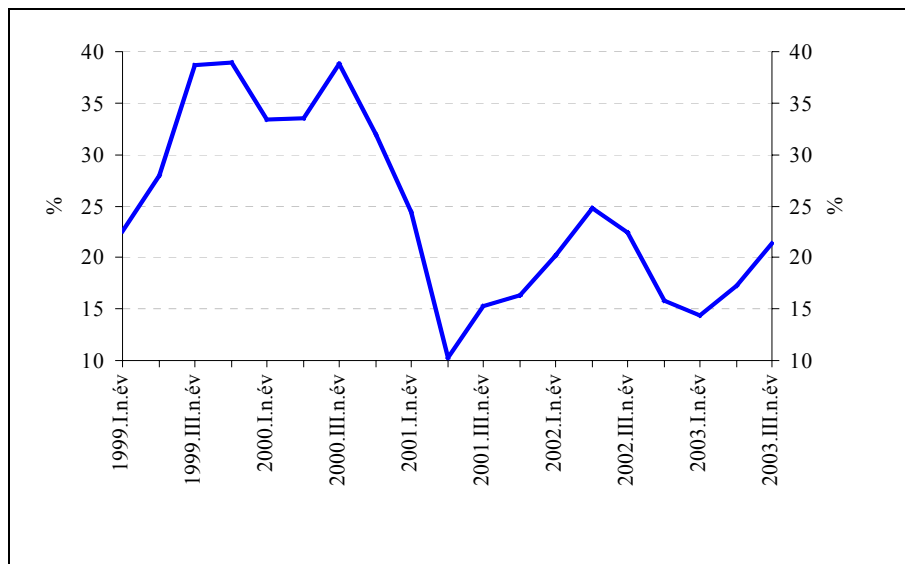
III-15. ábra: A cseh-, lengyel- és magyar feldolgozóipari termelés alakulása
(szezonálisan kiigazított idősorokból számolt mozgóátlagolású trendek)



A vállalatvezetők várakozásait felmérő jelentősebb belföldi gazdaságkutató intézetek egyaránt a hazai üzleti bizalom erősödéséről adnak számot negyedik negyedévi jelentéseik alapján, ami pozitív alátámasztást ad a termelési folyamatok további bővülését tartalmazó 2004-es és 2005-ös előrejelzéseinknek. A növekedésben az élénk

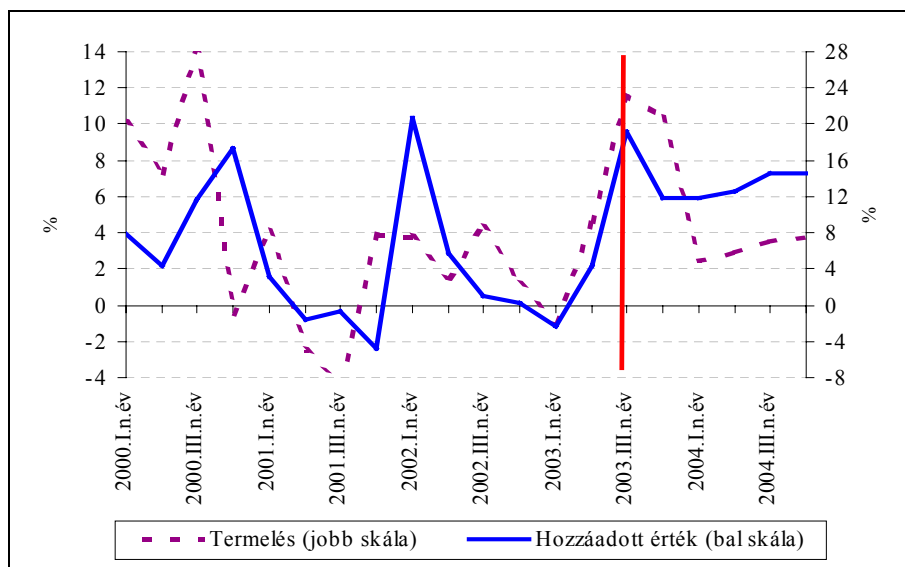
külső kereslet és a gyengülő reálárfolyam egyaránt szerepet játszik, együttesen igen magas bővülési ütemeket eredményezve a főbb mutatókban (lásd III-9. táblázat).

III-16. ábra: A belföldi üzleti bizalom indexe a KOPINT vállalati felméréséből*
(az MNB által súlyozott adatok)



* Az index növekedése javuló üzleti bizalmat mutat.

III-17. ábra: A feldolgozóipari termelés és hozzáadott-érték alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



A piaci szolgáltatásokban keletkező hozzáadott-érték a világgazdasági recesszió ideje alatt is stabil maradt a lakossági fogyasztás növekedésének erőteljes húzó hatása miatt. Az előrejelzési horizonton várható csökkenő ütemű növekedést éppen az magyarázza, hogy az erőteljesen lefékeződő lakossági fogyasztás hatása a kereskedelmi szolgáltatásokon keresztül a piaci szolgáltatások egészét dominálja, s ezt a

világgazdasági konjunktúra felívelésével valamelyest élénkülő szállítási, pénzügyi és egyéb szolgáltatások nem lesznek képesek ellensúlyozni. A korábbi éveket jellemző 4 százalék fölötti éves bővüléssel szemben 2005-re a piaci szolgáltatások hozzáadott-értékének bővülése 3 százalék környékére mérséklődik.

Az építőiparban előrejelzési horizontunkon mérsékelt bővülést várunk csak. Bár a 2003 első negyedévi nagy visszaesést követően a szektor egy jelentős bővülést mutató második negyedévvél korrigált, a harmadik negyedévi növekedés már meglehetősen szerény volt. Az épületek körében a telekadó és a kedvezményes lakáshitelhez való hozzáférés megszigorítása miatt folytatódik a szerződésállomány csökkenése, így alacsony növekedést várunk mind az idei évben, mind 2005-ben. Az egyéb épületek körében (ahová az állam infrastrukturális jellegű fejlesztései is tartoznak) 2004-ben szintén igen mérsékelt, 2005-ben azonban már enyhén élénkülő növekedés várható.

IV. Munkapiac és versenyképesség

Az utóbbi egy év adatai azt mutatják, hogy a 2002-ben mindvégig csökkenő bérinflációs trend a tavalyi év elején megfordult a versenyszférában. Ennek háttérében elsősorban a piaci szolgáltatások bérinflációjának gyorsulása áll, míg a feldolgozóipar kereset-növekedése a szolgáltató szektorénál alacsonyabb szinten stagnált.

A feldolgozóipari értékesítésre vonatkozó legfrissebb adatok szerint az ágazat 2003-ban túljutva ciklikus mélypontján intenzíven növekvő hozzáadott-értéket könyvelt el, ami továbbra is csökkenő foglalkoztatotti létszám mellett az év közepétől jelentős mértékű munkatermelékenység-emelkedést eredményezett. A fokozódó egy főre jutó értékesítés több teret hagyott a bérek emelésének, ami az addig csökkenő bérinfláció megtorpanásához vezetett. A stagnáló bérinfláció ellenére a bérköltségek emelkedésének ütemét is meghaladó termelékenység-növekedés következtében a korábban erőteljesen emelkedő fajlagos munkaköltség csökkenni kezdett, ami immár – növekvő eladási árak mellett – a feldolgozóipari vállalatok munkaerőn elért profitjának emelkedését eredményezte.

Bár a feldolgozóipari foglalkoztatottak számában még nem jelentkeznek a konjunktúra erősödésére utaló jelek, a 2003 elejétől intenzíven növekvő ledolgozott átlagos munkaórák száma a jövőben fokozódó munkaerő-kereslet irányába mutat. A késleltetett alkalmazkodás és strukturális okok (tőke-munka helyettesítés) miatt azonban nem várjuk a foglalkoztatottak számának gyors bővülését a szektorban. 2004 második negyedévéig továbbra is csökkenő, majd stagnálás után 2005 elejétől lassú növekedésnek induló foglalkoztatottságot prognosztizálunk. Ennek okán a termelékenység továbbra is dinamikusabban fog bővülni.

Prognózisunk szerint a lassú béralkalmazkodás következtében a múltban jövedelemvesztéseget elszenvedett feldolgozóipar bérinflációja az elkövetkezendő két évben az ágazat termelékenység-növekedése alatt marad, teret engedve a munkaerőn elért profit emelkedésének.

A piaci szolgáltatások körében az erős fogyasztási kereslet tartósan dinamikus hozzáadott érték növekedést tett lehetővé, ami azonban a párhuzamosan bővülő foglalkoztatottság mellett viszonylag alacsony termelékenység-növekedéshez vezetett. A magas bérinfláció ezért a szolgáltató vállalatok profitjának csupán igen mérsékelt növekedését tette lehetővé. A termelékenység növekedésétől elrugaszkodott bérinflációt az alacsony munkanélküliségi rátára hivatkozva limitált munkakínálattal magyarázzuk. Az intenzív munkakereslet adott keresetszint mellett kapacitás szűkösségbe ütközött, ami a munkaadókat a bérek emelésére kényszerítette.

A szolgáltató szektorban láthatóan a feszes munkaerőpiac továbbra sem engedi a keresetek alacsonyabb ütemű növekedését. Mindazonáltal azt várjuk, hogy piaci szolgáltatások bérei fokozatosan élénkítő munkakínálatot eredményezhetnek, ami hosszabb távon csökkentő hatással lehet az ágazat bérinflációjára. Ennek fényében 2004-ben még növekvő, 2005-től pedig fokozatosan csökkenő bérinflációt prognosztizálunk. A bérinfláció így továbbra is az alacsony szinten ragadt termelékenység növekedési üteme felett várható, a fajlagos munkaköltségek növekedési ütemének csökkenésére inkább csak 2005-től lehet számítani.

Összességében 2004-re a versenyszféra egészére vonatkozóan a tavalyival közel megegyező ütemű, 9,3 százalékos, míg 2005-re 8,0 százalékos bérnövekedést prognosztizálunk. Az államháztartásban dolgozók béreinek várható alakulását figyelembe véve mindez a teljes nemzetgazdasági átlagbért 2004-ben 8,9 százalékos, 2005-ben 7,9 százalékos növekedését jelent²⁵.

Előrejelzésünk készítésekor a novemberi *Jelentéshez* hasonlóan azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az indirekt adók idei emelésének árszintnövelő hatása nem épül bele az inflációs várakozásokba, prognózisunkban így ez felfelé irányuló kockázat jelent. Az előrejelzés bizonytalansága így mind 2004-ben, mind 2005-ben egyértelműen egy magasabb bérnövekedés irányába mutat.

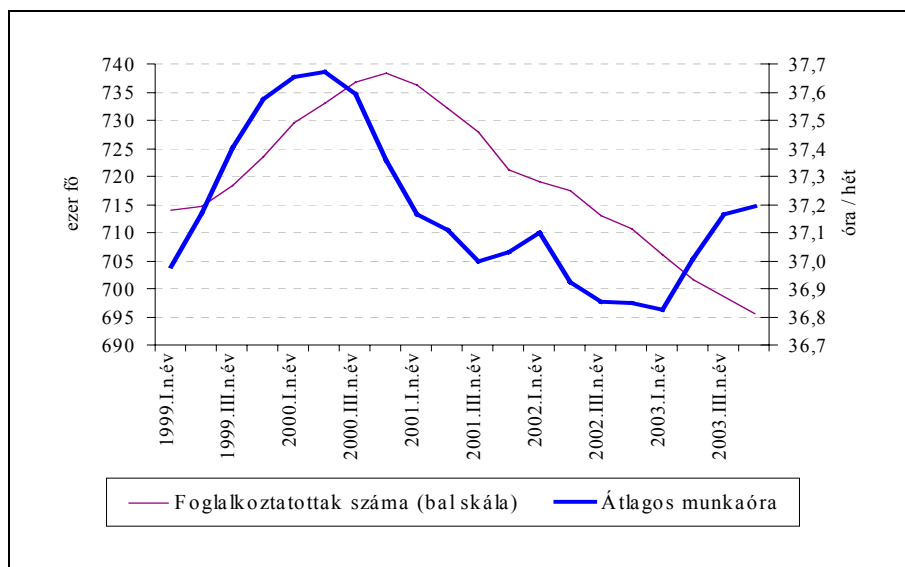
IV. 1. Munkaerő-felhasználás

A külső kereslet és a feldolgozóipari termelés alakulásáról alkotott képünkkel összhangban a gazdaság munkaerő-felhasználását mérő mutatók együttesen egy élenkülő konjunktúra képét vetítik előre.

A vállalkozások a konjunkturális változásokhoz először a munkaerő-felhasználás intenzitásának, vagyis az átlagosan ledolgozott munkaórák számának változtatásával alkalmazkodnak. A gazdasági ciklussal így módon szorosan együttmozgó mutató ezért érzékeny előrejelzője a konjunkturális folyamatokhoz lassabban és elnyújtottabban alkalmazkodó foglalkoztatásnak. Nem volt ez másképp a 2000 nyarán kezdődő feldolgozóipari recesszió idején sem, amikor is az ágazat vállalatai a beruházások visszafogásán túl munkaerő oldalon elsődlegesen az átlagos munkaórák csökkentésével alkalmazkodtak a kedvezőtlenebb környezethez. A IV-1. ábrán jól látható, hogy a foglalkoztatottak létszámának csökkentésére csupán két-három negyedév késéssel került sor. A létszámleépítés költségeinek és az alkalmazkodás tökéletlenségének köszönhetően ez az időbeli eltolódás nagyjából mindmáig stabil maradt.

²⁵ Fontos megjegyezni, hogy a nemzetgazdaság bérinflációjára vonatkozó számok mögött jelen esetben a költségvetési szféra „eredményszemléletű” éves átlagos bérinflációja szerepel. Ez utóbbit a „pénzforgalmi szemléletű” államháztartási bérinflációtól az különbözteti meg, hogy a 2005 januárjában esedékes, 2004-es évre vonatkozó 13-dik havi kifizetéseket a korábbiakban megszokottakkal analóg módon az állami dolgozók idei évre vonatkozó keresetükként kezeltük. További részletekért ld. III.1.2-es fejezetet.

IV-1. ábra: A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos óraszám és a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása a feldolgozóiparban*

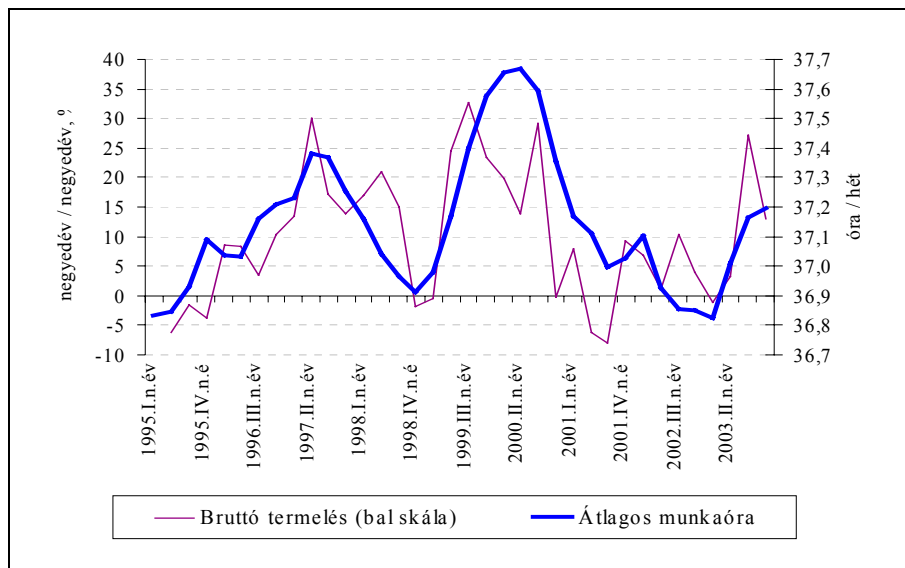


* Az alapadatok forrása: KSH. 2003. novemberig tényadatok, a decemberi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

Az idősor zajossága és a gyakori adatrevízió ellenére tisztán látszik, hogy a feldolgozóipari fizikai foglalkozásúak által átlagosan ledolgozott munkaórák száma közel három évig tartó drasztikus csökkenés után 2003 elején elérte historikus mélypontját és ismét emelkedésnek indult. A legfrissebb adatok szerint tehát a feldolgozóipari termelés intenzív növekedése már a tavalyi év első negyedében felfelé ívelő ledolgozott átlagórát eredményezett, amely az év folyamán gyakorlatilag töretlenül tovább emelkedett.²⁶ A feldolgozóiparon belül ez a növekedés szinte minden ágazatra kiterjedt: az elmúlt hónapokban továbbra is a vegyiparban, illetve a fa- és textiliparban alkalmazottak átlagos munkaórái emelkedtek a legdinamikusabban, ám a novemberi *Jelentésben* publikáltakkal ellentétben immár – a stagnáló élelmiszeripart és az enyhén csökkenő nemfém termékek gyártását kivéve – a többi ágazatban is az átlagos munkaóraszám növekedése körvonalazódik.

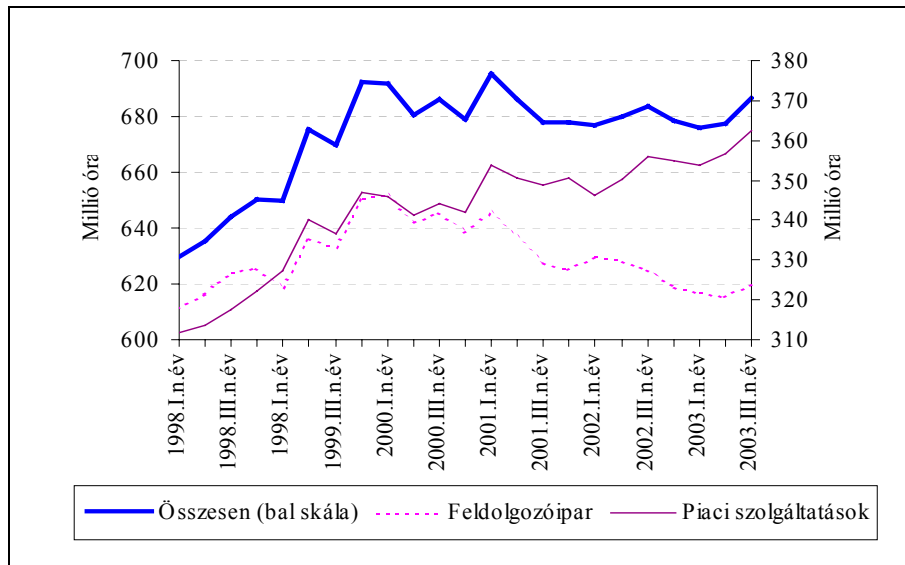
²⁶ Az előző *Jelentés* óta az adatok revideálódtak, akkor még a 2003. második negyedévi adatok nem utaltak a trend megfordulására.

IV-2. ábra: Feldolgozóipari termelés és átlagos munkaórák kapcsolata



A versenyszférában ledolgozott összes munkaóra, mint a termeléshez használt munkaerő mutatószáma ugyancsak fordulóponthoz érkezett. A 2003. harmadik negyedévi adatok ismeretében úgy tűnik, hogy tavaly megállt a versenyszektor ledolgozott munkaóra-tömegének 2001 eleje óta tartó csökkenése. Az utóbbi negyedévekben tapasztalt emelkedés azonban elsősorban a létszámában továbbra is dinamikusán bővülő szolgáltató szektornak köszönhető. A feldolgozóipar összes ledolgozott munkaóráinak 2000 vége tartó esése az átlagos munkaóra csökkenésének és a fokozott létszámleépítésnek együttes hatása. Az utóbbi fél évben azonban a meglévő munkaerő növekvő kihasználásának köszönhetően a csökkenő alkalmazotti létszám ellenére a feldolgozóipari munkaóratömeg esése megtorpanni, de legalább is mérséklődni látszik. Mindazonáltal az adatsor magas volatilitása és a gyakori adatrevíziók miatt egyelőre elhamarkodott volna ebben a szektorban is az összes ledolgozott munkaóra trendjének megfordulásáról beszélni.

IV-3. ábra: Ledolgozott munkaórák száma összesen
(Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások együtt, millió óra/hó)



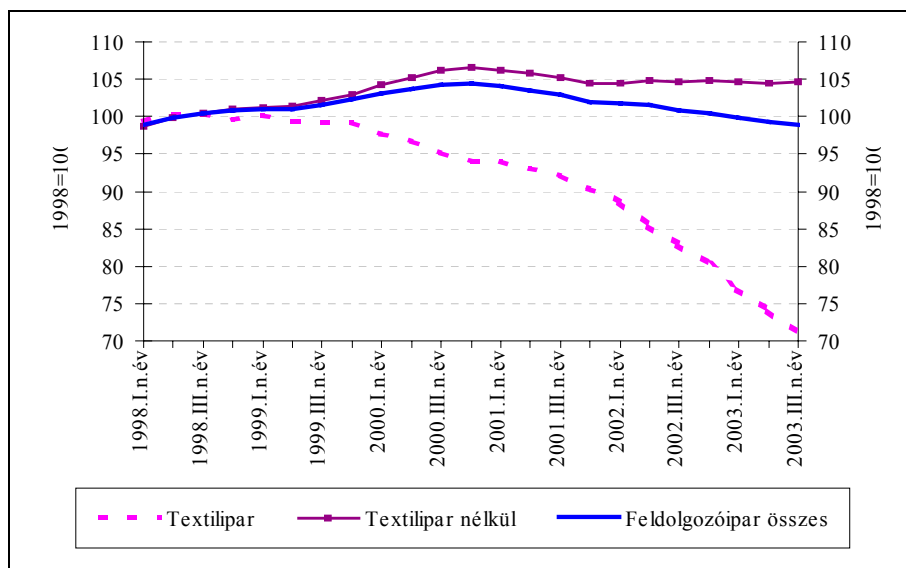
**A KSH intézményi munkaerőpiaci statisztikája szerint.*

A versenyszektor munkaerő-kereslete a legfrissebb, 2003 harmadik negyedévi tényadatok szerint továbbra sem válik el a 2000 végétől megfigyelhető trendtől. Míg a foglalkoztatás szintje összességében az elmúlt közel három évben gyakorlatilag stagnál, a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatások körében merőben eltérő tendenciák mutatkoznak.

Mint azt már jeleztük, a feldolgozóipari foglalkoztatottságban továbbra sem mutatkoznak a javuló konjunktúra jelei. Ennek elsődleges oka lehet a már említett késleltetett alkalmazkodás, miszerint a növekvő kibocsátás először a meglévő erőforrások fokozott kihasználtságával párosul, amelyet csupán legalább két-három negyedév késéssel követ a munkaerő-kereslet fokozódása. A ciklikus érveken túl azonban nem hagyhatjuk figyelmen kívül a feldolgozóiparra utóbbi időkben jellemzővé vált strukturális folyamatokat sem. A IV-4. ábra jól mutatja, hogy 2002 elejétől a feldolgozóipari létszám csökkenéséért szinte kizárólagosan a textilipar²⁷ dinamikus létszámleépítése a felelős. Az erősen munkaintenzív ágazat – és azon belül is elsősorban a cipőiparba tartozó – hazai vállalatai egyre kevésbé tudják felvenni a versenyt a külföldön termelő, lényegesen olcsóbb munkaerőt alkalmazó versenytársak áruival, így belföldi gyáraik bezárására kényszerülnek. A kibocsátás erőteljes visszaesése és az ezzel párhuzamos létszámleépítés a 2001-es és 2002-es minimálbéremelés – e körben effektív – hatására tovább gyorsult.

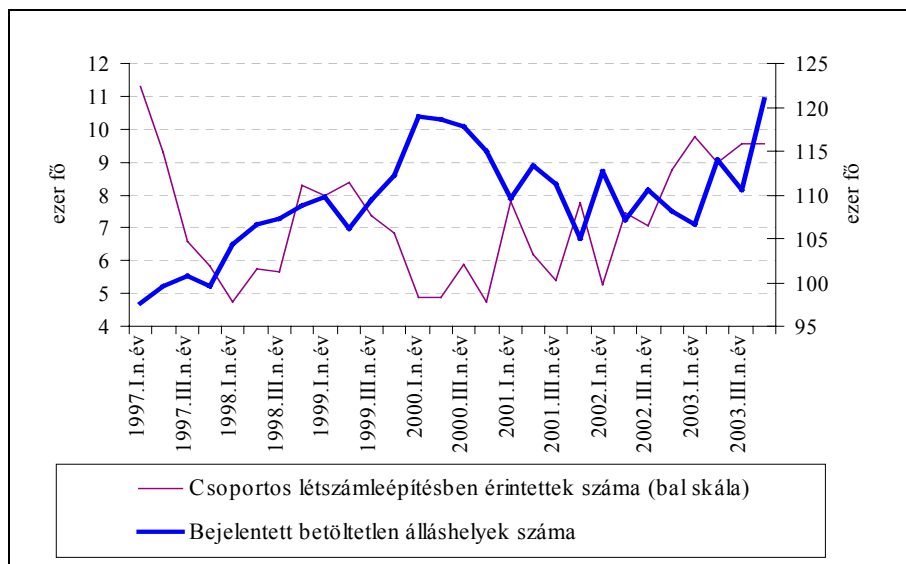
²⁷ Ebben a fejezetben mindvégig a textilipar alatt a textilárak gyártását és az egyébként külön ágazatnak számító bőrtermékek és lábbeli gyártását együttesen kell érteni.

IV-4. ábra: Teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszáma a feldolgozóiparban



Várakozásaink szerint az elkövetkezendő időszakban a feldolgozóipari foglalkoztatottságra erős befolyást fog gyakorolni a már elkezdődött ciklikus fellendülés. A feldolgozóipari hozzáadott érték novemberi *Jelentésben* előrejelzettnél is dinamikusabb növekedése feltehetően már az idei év elején pozitív hatást gyakorol a foglalkoztatottságra. Az átlagos munkaóra emelkedésén túl ugyancsak a munkaerő-kereslet fokozódását jelzik a Foglalkoztatási Hivatal legfrissebb, 2003. negyedik negyedévi adatai is, amelyek a versenyszférában növekvő felvételi hajlandóságról és stagnáló bejelentett csoportos létszámleépítésekről tanúskodnak.

IV-5. ábra: Bejelentett csoportos létszámleépítések és az üres álláshelyek alakulása*

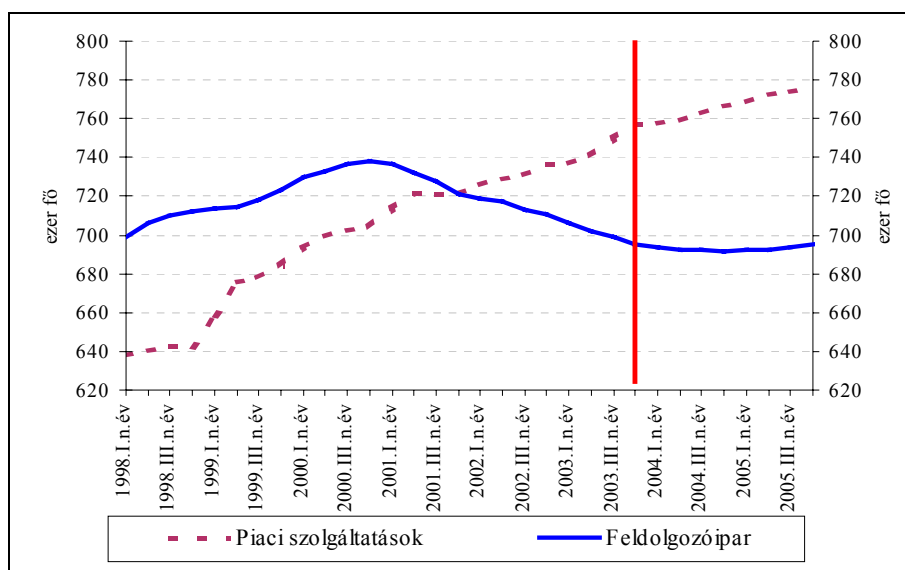


*Az adott negyedévben beérkezett bejelentésben érintettek száma, illetve az adott negyedévben beérkezett bejelentések száma (Forrás: Foglalkoztatási Hivatal)

A pozitív kép ellenére az előrejelzési horizontunkon a strukturális hatások miatt nem várjuk a feldolgozóipari létszám gyors emelkedését. Egyelőre semmi nem utal arra,

hogy a textilipari létszámleépítés eddig megfigyelt dinamikája hirtelen megváltozna. A munkaintenzív textilipar fokozatos visszahúzódása a feldolgozóipari termelési struktúra hosszú távú megváltozását jelzi, ami felfogható aggregált szintű tőke-munka helyettesítésnek. A tőkeintenzívebb feldolgozóiparnak ily módon adott kibocsátási szint eléréséhez kevesebb munkaerőre lesz szüksége, mint korábban. Ennek értelmében a ciklikus fellendülés ellenére az aggregált feldolgozóipari létszám csupán lassú ütemű, a 2000 utolsó negyedévinél lényegesen alacsonyabb szint felé konvergálását valószínűsítjük. Mindezek alapján 2004 második negyedévéig továbbra is csökkenő, majd stagnálás után 2005 elejétől lassú növekedésnek induló foglalkoztatottságot prognosztizálunk.

IV-6. ábra: A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának előrejelzése*



* A KSH intézményi munkaerőpiaci statisztikája szerint.

A piaci szolgáltatások foglalkoztatotti létszámában az élénk fogyasztási keresletnek köszönhetően továbbra is intenzíven bővül, mely növekedés a bérköltségek relatív magas szintje ellenére 2003 végére sem mérséklődött. A fogyasztás 2004-es erőteljes esésének a szolgáltató szektor termelésére és ezen keresztül a létszámára gyakorolt negatív hatását feltételezésünk szerint javarészt ellensúlyozza a külső kereslet jövőbeli növekedése. A feldolgozóiparhoz kapcsolódó szolgáltatásokon keresztül az előbbi ágazat kibocsátásának növekedése pozitívan hat a szolgáltató szektor konjunktúrájára. Mindezt figyelembe véve az elkövetkezendő két évben nem számolunk jelentős változással a piaci szolgáltatások munkaerő-keresletét eddig megfigyelt dinamikáját illetően.

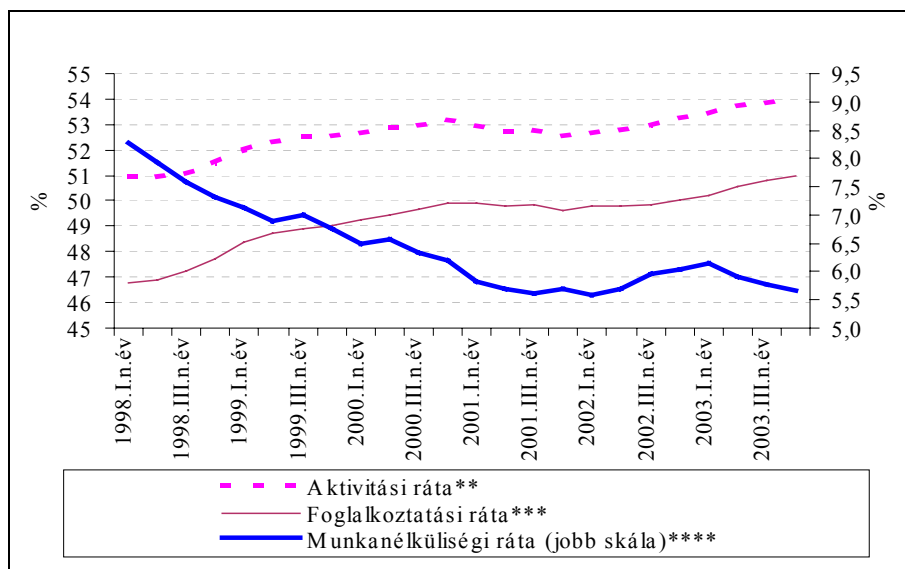
IV. 2. Munkaerő-tartalékok és szükségesség

A gazdaság számára rövidtávon elsődleges munkaerő-tartalékot mérő munkanélküliségi ráta 2002 eleje óta tartó emelkedését követően a tavalyi év első negyedévére elérte csúcspontját és ismét csökkenni kezdett. Nemzetközi tekintetben a külső dekonjunktúra és a reálfelértékelődés, a munkanélküliségi ráta fél százalékpontot alig meghaladó növekedése alapján együttesen sem követeltek jelentős munkapiaci áldozatot. Nem szabad megfeledkezni azonban arról, hogy lassan, de tartósan növekvő aktivitási ráta és enyhén csökkenő versenyszférabeli foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta intenzívebb emelkedésének csupán az államháztartási alkalmazotti létszám jelentős növekedése szabott gátat. A továbbra is növekvő aggregált foglalkoztatottságot 2003 nyarától ismét a létszámában immár bővülő versenyszféra növekvő munkaerő-kereslete határozta meg, ami csökkenő munkanélküliségi rátát eredményezett.²⁸

A KSH 2003. utolsó negyedévi munkaerő-felmérés statisztikái alapján a munkanélküliségi ráta továbbra is enyhén csökkenő trendet mutat. Ez a tendencia az aktív népesség növekedési dinamikáját is meghaladó foglalkoztatotti létszám emelkedésének köszönhető, aminek hátterében a piaci szolgáltatások továbbra is intenzív munkaerő-kereslete áll. Az ágazat folyamatosan növekvő létszámi igényének köszönhetően az iparból és az államháztartásból kikerülő munkaerőn túl az inaktívak egy részét is felszívja. Ennek következtében számukban valamelyest csökkenő munkanélküliek mellett az aktív népesség gyarapodik, ami csökkenő munkanélküliségi rátához vezet.

²⁸ A IV.2. alfejezetben a KSH háztartási munkaerő-felmérésből származó, nemzetközi gyakorlatnak megfelelő, harmonizált, ún. ILO-mutatóit elemezzük. Így a versenyszféra foglalkoztatottsága az előző alfejezettel ellentétben magába foglalja a részmunkaidőben foglalkoztatottakat, önfoglalkoztatottakat, az 5 főnél kisebb vállalkozásokban alkalmazottakat, valamint a feldolgozóiparba és a piaci szolgáltatások körébe nem tartozó ágazatok foglalkoztatottait is.

IV-7. ábra: A munkanélküliségi, az aktivitási és a foglalkoztatási ráta alakulása*

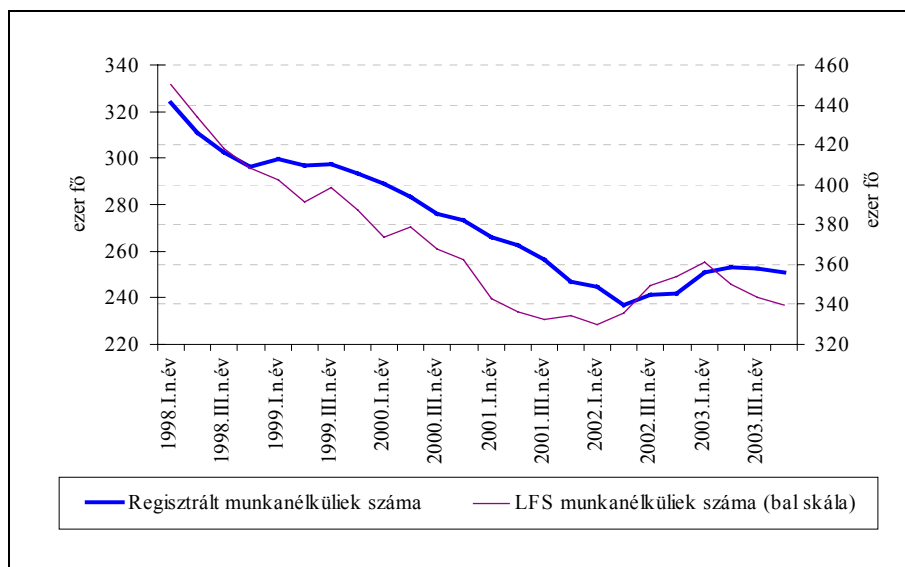


* A KSH háztartási munkaerő-felmérése alapján. ** Aktivitási ráta: gazdaságilag aktívak aránya a munkakorú népességen belül. *** Foglalkoztatási ráta: foglalkoztatottak aránya a munkakorú népességen belül. **** Munkanélküliségi ráta: munkanélküliek aktív népességre vetített aránya.

A munkanélküliségi ráta jövőbeli alakulása sok bizonytalanságot hordoz magában. A versenyszféra tovább növekvő munkaerő-kereslete csökkenő munkakorú népesség mellett minden bizonnyal az elkövetkezendő két évben is lefelé irányuló nyomást gyakorol a munkanélküliségi rátára, amit az előző fejezetben már bemutatott növekvő bejelentett betöltetlen üres álláshelyek és stagnáló csoportos létszámleépítések száma is alátámaszt.

Mindazonáltal óvatosságra int minket a Foglalkoztatási Hivatal regisztrált munkanélküliek számát jelző statisztika. A regisztráltak száma mindvégig hasonló dinamikát írt le, mint a felmérésen alapuló munkanélküliek száma. Az utóbbi egy évben azonban a két statisztika lefutásukban némileg különvált egymástól, miszerint a regisztrált munkanélküliek száma a csökkenő KSH statisztika ellenére 2003-ban mindvégig magasabb szinten stagnált.

IV-8. ábra: A KSH szerinti munkanélküliek és a regisztrált munkanélküliek száma *



*A KSH háztartási munkaerő-felmérése és a Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján

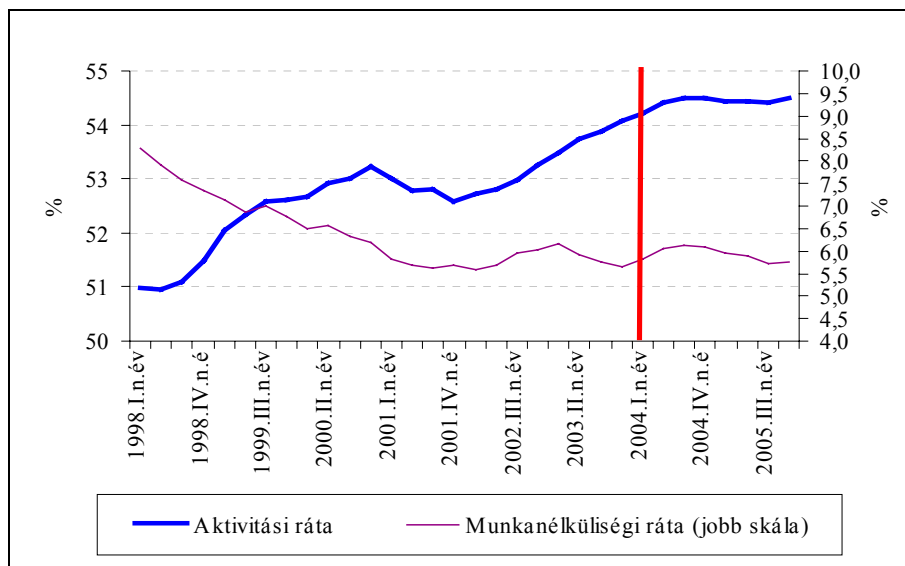
Az idei évben a munkanélküliségi rátára várhatóan felfelé irányuló nyomást gyakorol az állami szektor tavaly év végén bejelentett létszámleépítése. Részletes információk hiányában az előző *Jelentésben* foglaltakhoz hasonlóan most is azzal a feltevéssel élünk, hogy az állami szférából elbocsátottak ötven százalékban válnak inaktívvá.²⁹ Ha a versenyszféra az eddigiekhez hasonló ütemben szívja fel a korábban inaktívakat, 2004-ben a foglalkoztatottsági ráta növekedését meghaladó aktivitási ráta emelkedése növekvő munkanélküliségi rátát eredményezhet.

A nyugdíjkorhatár idei emelkedésének szintén tulajdonítunk némi hatást a gazdasági aktivitásra: miután a hatályos jogszabályok értelmében ebben az évben nincs olyan korosztály, amely elérné az érvényes nyugdíjkorhatárt, a máskülönben idén nyugdíjba vonulók javarészt csupán 2005-ben vonulnak ki a munkaerőpiacról. Ez önmagában az idénre várható aktivitási rátára pozitívan, 2005-ösre pedig negatívan hat. Az aktivitási ráta jövőbeli alakulását demográfiai tényezők is befolyásolják, miszerint 2005-ben az ideinél valamelyest enyhébb aktív korú népességsökkenésre lehet számítani.

Mindezeket figyelembe véve 2004 végéig dinamikusan emelkedő, majd inkább stagnáló aktivitási rátát valószínűsítünk. A feltételezésünk szerint 2004-ben enyhe ütemben növekedésnek induló munkanélküliségi ráta mindössze négy-öt tized százalékpont emelkedés után 2005 elején visszafordul és hat százalék alatt stabilizálódik. Korábbi prognózisunkhoz képest ez valamelyest alacsonyabb pálya irányába való elmozdulást jelent. Figyelembe véve az előrejelzésünk nagy bizonytalanságát elmondható, hogy ezek alapján kisebb mozgásoktól eltekintve középtávon nem várunk lényegi változást a munkanélküliek aktív népességre vetített arányában.

²⁹ Pl. előnyugdíjazás vagy a nyugdíj korúak elbocsátása révén.

IV-9. ábra: Az aktivitási és a munkanélküliségi ráta előrejelzése



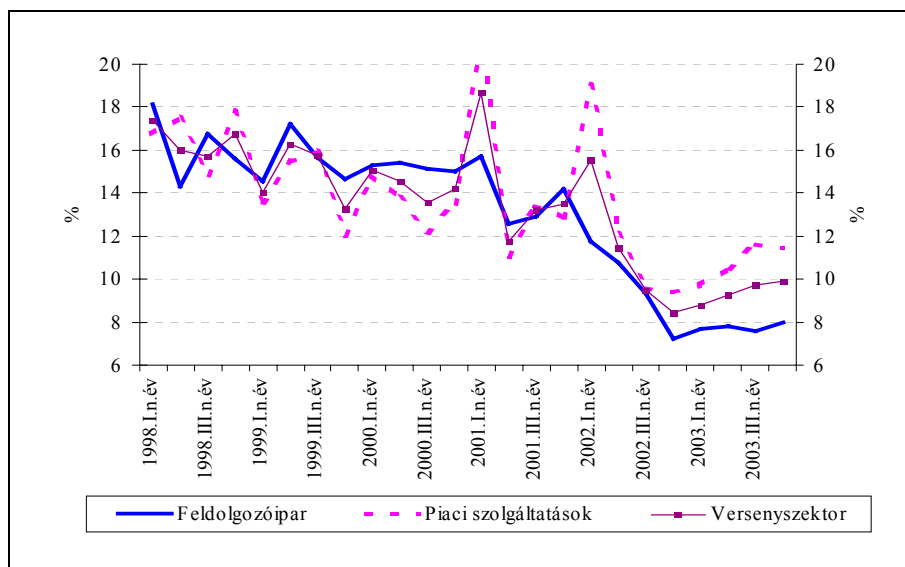
IV. 3. Bérinfláció

Az utóbbi egy év béradatai szerint a versenyszektor 2002-ben csökkenő bérinflációja 2003 első negyedévében megfordult, majd a tavalyi év folyamán emelkedő trendet írt le. A versenyszférában alkalmazottak átlagbérenek fokozódó ütemű emelkedése mögött elsősorban a piaci szolgáltatások bérinflációjának erőteljes gyorsulása áll, a feldolgozóipari dolgozók keresetnövekedése a szolgáltató szektorénál lényegesen kisebb mértékűnek bizonyult. Bár a deflációhoz való nominális béralkalmazkodás lassulása kisebb-nagyobb mértékben a versenyszektor egészét érinti, a folyamat mögött a két ágazatcsoportban némileg eltérő indokok húzódnak meg.

A feldolgozóipari hozzáadott értékére vonatkozó adatok KSH általi revíziója nyomán némileg megváltozott a folyamatokról alkotott képünk. A legfrissebb adatok szerint az ágazat már 2003 elejétől intenzíven növekvő hozzáadott-értéke továbbra is csökkenő foglalkoztatotti létszám mellett jelentős mértékű munkatermelékenység-emelkedést eredményezett. A fokozódó egy főre jutó hozzáadott érték több teret hagyott a bérek emelésének, ami az addig csökkenő bérinfláció megtorpanásához vezetett.

Mélyebbre menvén elemzésünkben feltételezésünk szerint a feldolgozóipari bérinfláció elmúlt években megfigyelt dinamikájában szerepet játszhattak a korábban már említett strukturális folyamatok is. Az alacsony termelékenységű textilipari munkahelyek felszámolása már önmagában növelő hatással lehetett a feldolgozóipar egészének termelékenységére, a munkaköltségek elmúlt években bekövetkezett megdrágulása pedig a munka tőkével való helyettesítését eredményezhette más ágazatokban is. Mivel a vállalatok a megdrágult munkaerőt csak részlegesen voltak képesek tőkével helyettesíteni, a bérinfláció a termelékenység által indokoltnál jobban emelkedett.

IV-10. ábra: Bérinfláció a versenyszektorban*
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



* Az alapadatok forrása: KSH. 2003. novemberig tényadatok, a decemberi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

A piaci szolgáltatások körében az erős fogyasztási kereslet tartósan dinamikus hozzáadott érték növekedést tett lehetővé. Az ugyancsak dinamikus bővülő foglalkoztatottak száma azonban viszonylag alacsony termelékenység növekedéshez vezetett. A magas bérinfláció ily módon a továbbra is fokozott szolgáltatási-árkereslet és a magas eladási árak ellenére a szolgáltató vállalatok profitjának³⁰ csupán igen mérsékelt növekedését tette lehetővé. A termelékenység növekedésétől elrugaszkodott bérinflációt egyéb információ hiányában az alacsony munkanélküli rátára hivatkozva szűkös munkakínálattal magyarázzuk, vagyis az intenzív munkakereslet adott keresetszint mellett munkakínálati oldalon kapacitás szűkösségbe ütközik, ami a munkaadókat a bérek emelésére kényszeríti. Ezzel összefüggésbe hozható az államháztartás a múltban több lépcsőben végrehajtott jelentős béremelések szolgáltató szektor bérinflációjára gyakorolt húzó hatása is. Az év közepéig létszámában még bővülő államháztartás ugyanis ezáltal egyre vonzóbb alternatívát jelentett a munkakínálóknak, ami tovább szűkítette a szolgáltató szektor potenciális munkaerejét. A piaci szolgáltatások vállalatai így a bérek növelésére kényszerültek, vagyis az állami béremelések átgyűrűztek a magánszférába.

Prognózisunkban rövidtávon a bérinfláció gyorsulására számítunk az utóbbi időszak adatai alapján. Hosszabb távon azonban prognózisunkban a novemberi *Jelentéshez* hasonlóan az indirekt adók emelésének az inflációs várakozások, valamint ezen keresztül a béremelkedés ütemének esetleges növekedését eredményező árszintnövelő hatását a centrális pályánk készítésekor nem vettük figyelembe. Feltevésünk szerint a vállalatok felismerik, hogy az indirekt adókhoz köthető fogyasztói áremelkedés nem jelent számukra többlet-árbevételt és nem lazítanak bérpolitikájukon, a fogyasztókra hárítva ezáltal az adóemelések terheit. Az indirekt adók emelésének hatására

³⁰ A vállalat munka tényezőn elért profitját a reál ULC inverzével közelítjük. Az egyszerűség kedvéért a szövegben ezentúl csak a profit kifejezést használjuk.

esetlegesen megnövekvő inflációs várakozásokat előrejelzésünkben a bérekre ható felfelé irányuló kockázatként kezeltük.

Összességében 2004-re a versenyszféra egészére vonatkozóan a tavalyihoz hasonló ütemű, 9,3 százalékos, míg 2005-re 8,0 százalékos bérnövekedést prognosztizálunk. Ez mindkét évre vonatkozóan a novemberi *Jelentésben* publikált – 2004-re 8,3 százalékos, illetve 2005-re 6,5 százalékos – előrejelzésünk számottevő emelését jelenti. A korábbi várakozásainknál magasabb prognózisunk hátterében a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatások körében eltérő indokok húzódnak meg.

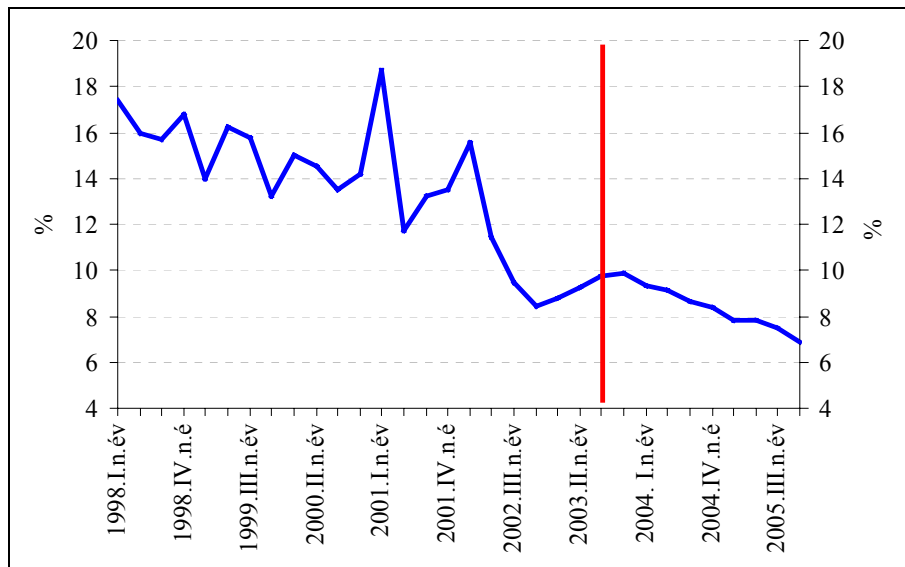
A feldolgozóipari termelés vártnál dinamikusabb növekedése és az alacsony munkaerő-kereslet hatására az ágazat termelékenysége számításaink szerint lényegesen erősebben fog növekedni, mint azt korábbi *Jelentésünkben* feltételeztük. A KSH adatrevíziója következtében a legfrissebb adatok azt mutatják, hogy a ciklusának felívelő ágába érkező ágazat egységnyi munkaerőre jutó hozzáadott értékének növekedése már 2003 második felében meghaladta a bérnövekedés ütemét. Ennek fényében ugyan továbbra is várjuk a bérezés igazodását a termelékenység növekedéséhez³¹, várakozásaink szerint a feldolgozóipari vállalatok 2003 közepéig elszenvedett profitvesztése után a közeljövőben ellen tudnak állni a növekvő bérköveteléseknek. Prognózisunk szerint a feldolgozóipar bérinflációja az elkövetkezendő két évben összességében így az ágazat termelékenység-növekedése alatt marad, teret engedve a munkaerőn elért profit emelkedésének.

A szolgáltató szektor vártnál magasabb béradatai ismeretében láthatóan a feszes munkaerőpiac továbbra sem engedi a keresetek alacsonyabb ütemű növekedését. Mindazonáltal azt várjuk, hogy a többi ágazat kereseti szintjétől egyre jobban eltávolodó piaci szolgáltatások bérei fokozatosan élénkülő munkakínálatot eredményezhetnek, ami csökkentő hatással lehet az ágazat bérinflációjára. Bővülő munkakínálatot eredményez továbbá a költségvetési szférában előirányzott létszámleépítés. A szakmák közötti átjárhatóság az államháztartást inkább a szolgáltató szektorral köti össze, mintsem a feldolgozóiparral, így az állami szférából kikerülők várhatóan javarészt a szolgáltató szektorban keresnek majd állást. Ennek hatására feltételezésünk szerint a jövőben a munkapiaci kereslet és kínálat dinamikus egyensúlya alacsonyabb bérinfláció mellett valósulhat meg. Eltűnik továbbá az államháztartásban megfigyelhető múltbeli rendkívül magas béremelések „demonstrációs hatása”, ami ugyancsak lefelé irányuló nyomást gyakorolhat a piaci szolgáltatások bérinflációjára. Ennek fényében az ágazatban 2004 elején még növekvő, majd stagnálás után 2004 végétől fokozatosan csökkenő bérinflációt prognosztizálunk.

A versenyszektor egészét tekintve korábbi előrejelzésünk emelését indokolják azok az anekdotikus információk is, melyek szerint a vállalatok idei évre vonatkozó frissen kötött bérmegállapodásai többnyire meghaladják az Országos Érdekegyeztető Tanácson (OÉT) elfogadott 7-8 százalékos béremelési ajánlást. Ezek hatására, valamint a vártnál magasabb tényadatok és a növekvő inflációs várakozások miatt a korábban felfelé irányuló kockázatok egy részét beépítettük centrális előrejelzésünkbe. Ennek ellenére a bizonytalanság mind 2004-ben mind 2005-ben egyértelműen egy magasabb bérnövekedés irányába mutat.

³¹ A termelékenységnövekedéshez való igazodást pontosabban a munkáltatói TB-t és egyéb járulékokat is tartalmazó bérköltség inflációjától várjuk.

IV-11. ábra: A versenyszféra bérinflációjának előrejelzése
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)

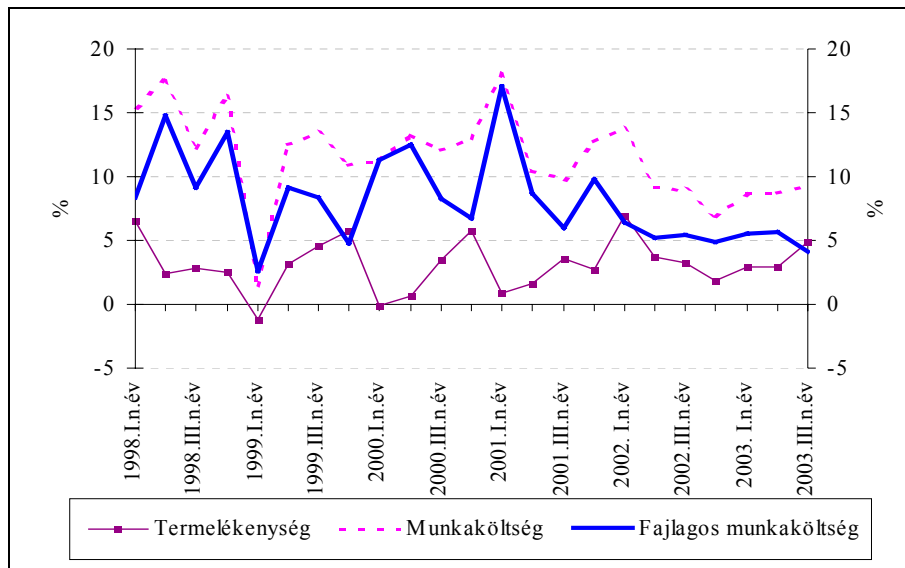


IV. 4. Fajlagos munkaköltségek és versenyképesség

2003 harmadik negyedévében a versenyszféra egység termelékenységre jutó átlagos bérköltségének, vagyis a fajlagos munkaköltségének növekedési üteme rövid megtorpanás után tovább mérséklődött. A dinamika mögött a bérköltségek enyhe növekedési ütemét meghaladó – elsősorban a feldolgozóiparnak köszönhető – termelékenység-javulás áll. A csökkenő fajlagos munkaköltségek és az emelkedésnek induló eladási árak következtében 2003 harmadik negyedévében megállt a vállalatok jövedelmezőségének romlása³².

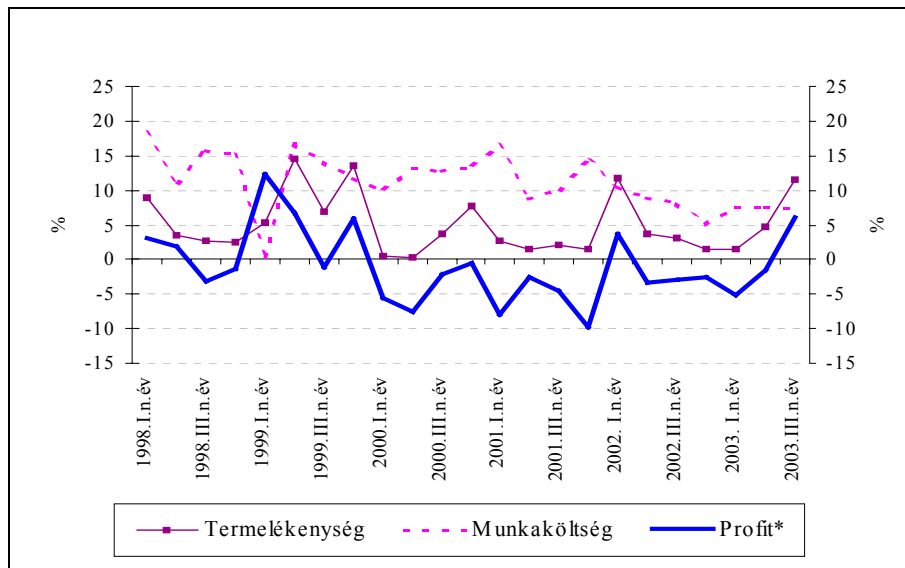
³² Ebben a fejezetben kizárólag a munka-tényezőre vetített jövedelmezőségről beszélünk. Nem egyértelmű ugyanis az egyéb költségtényezők 2004 évi. változásainak (például energiaárak növekedésének) a vállalati jövedelmezőségre tett hatása, azaz annak megítélése, hogy a vállalatok milyen mértékben lesznek képesek a költségeiket az értékesítési árakban érvényesíteni. Ennek hiányában a vállalatok teljes jövedelmezőségének alakulásáról sem fogalmazhatunk meg hipotéziseket.

IV-12. ábra: Termelékenység, bérek és fajlagos munkaköltségek a versenyszférában
(évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek)



Mint azt a megelőző fejezetekben tárgyaltuk, az alkalmazkodási kényszer az egyes szektorok között eltérő mértékűnek és jellegűnek bizonyult. A feldolgozóipar a 2000 közepétől érzékelhető dekonjunktúra ellenére csökkenő létszámának köszönhetően nem szenvedett el termelékenység-csökkenést, a munkabérek csökkenő inflációhoz való lassabb alkalmazkodása azonban magas fajlagos munkaköltséget és ezen keresztül jelentősen csökkenő profitot okozott. A legfrissebb adatok szerint az ágazat ciklikus fellendülése már 2003 elején érzékelhető volt. A tavalyi év során dinamikus növekvő kibocsátás csökkenő létszámmal párosulva jelentős mértékű termelékenység-növekedést eredményezett. Ennek hatására a korábban erőteljesen emelkedő fajlagos munkaköltség csökkenni kezdett, ami az emelkedő eladási árakkal párosulva immár növekvő profithoz vezetett. A termelés-, létszám- és bérelőrejelzésünkkel összhangban 2004-ben és 2005-ben összességében továbbra is a reál munkaköltségek inflációját meghaladó dinamikus növekvő termelékenységet, így fokozatosan növekvő jövedelmezőséget prognosztizálunk.

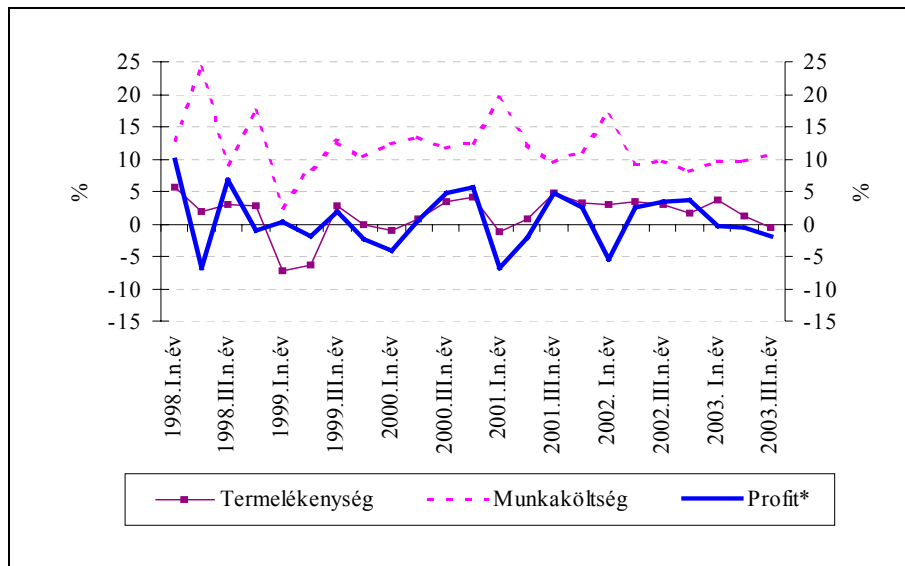
IV-13. ábra: Termelékenység, bérek és profit* a feldolgozóiparban
(évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek)



* A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.

A szolgáltató szektort az elmúlt időszakban tartós konjunktúra jellemezte, azonban a létszám dinamikus bővítése miatt a termelékenység csak mérsékelt ütemben növekedett. A bérek a feldolgozóiparénál eddigiekben is kisebb mértékű termelékenységhez való alkalmazkodása 2003-ban megtorpant, így a fajlagos munkaköltség ismételen emelkedésnek indult. Rövidtávon továbbra sem várjuk a munkaköltség növekedési ütemének az alacsony szinten megrekedt termelékenységhez való igazodását, a bérinfláció várható csökkenése inkább csak az év második felétől esedékes. Ezzel összefüggésben a 2004-ben még emelkedő, 2005 elejétől pedig csökkenő fajlagos munkaköltséget prognosztizálunk.

IV-14. ábra: Termelékenység, bérek és profit* a piaci szolgáltatások körében
(évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek)



* A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.

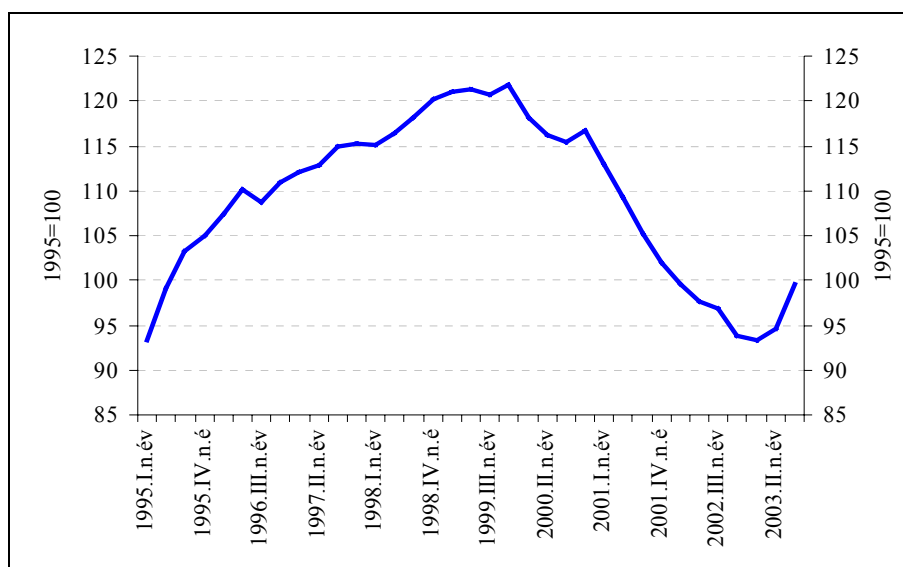
A hazai vállalatok versenyképességének alakulásának vizsgálatára a vállalatok piaci részesedésén kívül³³ a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyamot szoktuk használni. A mutató csökkenő trendje 2003 elején megfordult és az év folyamán mindvégig növekvő versenyképességet jelzett. Ennek hátterében a feldolgozóipari termelékenység javulásán és az ezzel összefüggő fajlagos munkaköltség csökkenésén túl a nominális árfolyam fokozatos gyengülése áll.

Előrejelzésünkben a januári szinten rögzített forint nominális árfolyam technikai feltevése mellett a versenyképességet kizárólag a hazai fajlagos munkaköltségek külföldiéhez viszonyított növekedési üteme határozza meg. Bár az OECD legfrissebb, decemberi előrejelzései³⁴ szerint a külföldi fajlagos munkaköltségek korábbi várakozásunkhoz képest idén mérsékeltebben fognak emelkedni, a feldolgozóipari termelékenység várható dinamikus növekedésének köszönhetően a hazai vállalatoknak munkaerő oldalon a külföldi vállalatokénál relatív alacsonyabb költségnövekedéssel kell számolniuk, ami a reálárfolyam leértékelődését és ezen keresztül a versenyképesség fokozatos javulását implikálja.

³³ Ld. III.1.6 fejezetet.

³⁴ OECD Economic Outlook No. 74, december 2003, <http://www.oecd.org>

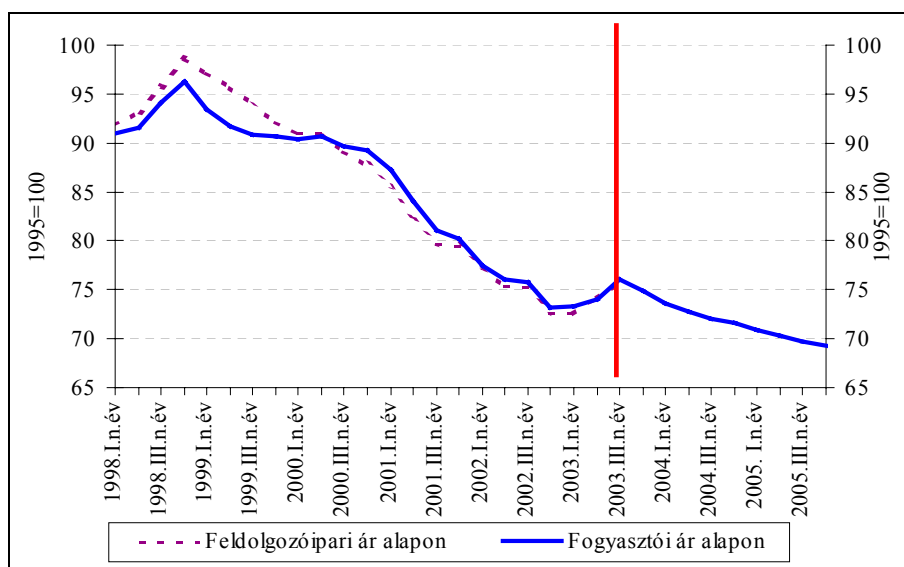
IV-15. ábra: Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam*



* A magasabb érték reálleértékelődést jelöl.

Az áralapú versenyképességünkben a nominális árfolyam leértékelődése következtében tapasztalt javulás átmeneti jellegű, azonban hosszabb távon külföldinél magasabb hazai infláció miatt az elkövetkezendő két évben fokozatos reálfelértékelődésre számítnak.

IV-16. ábra: Áralapú reál effektív árfolyam-mutatók*



* A magasabb érték reálleértékelődést jelöl.

V. Aktuális kérdések

V. 1. A 2003 végére vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői

Aktuális Kérdésünkben a 2003 végére vonatkozó MNB inflációs előrejelzés teljesítményét értékeljük két fő szempont szerint. Egyrészt összehasonlítjuk a teljes fogyasztói árindexre vonatkozó MNB előrejelzés hibáját a Reuters-felmérésben szereplő *piaci elemzők és kutatóintézetek* teljesítményével. Másrészt felbontjuk az MNB előrejelzési hibáit, az *exogén feltevések* és az előrejelző rendszerünkben endogén *reálgazdasági változók* előrejelzési hibáira. Ez utóbbi értékeléséhez külön elemezzük a maginfláció előrejelzési hibáját is.³⁵

*Az MNB előrejelzéseinek teljesítménye összehasonlítva másokéval*³⁶

2002 februárjától indítva a vizsgált időszakot megállapítható, hogy a 2003 decemberi inflációt az *összes gazdaságelemző viszonylag nagy, 1 százalékpont körüli hibával jelezte előre. A hiba iránya a teljes előrejelzési horizonton azonos volt*, minden elemző, minden időtávon alulbecsülte az inflációt. Ennek oka egyrészt, hogy a gazdaságpolitikai feltételek fokozatosan egyre erősebb inflációs nyomást okoztak, s ez minden elemző információs halmazába gyakorlatilag azonos gyorsasággal épült bele. Másrészt a *feldolgozatlan élelmiszerek* tavaly év végi jelentős megugrására sem számított az elemzők egyetlen csoportja sem.

Összességében az alap-előrejelzés szintjén az MNB némileg rosszabbul teljesített, mint a piac, az MNB által a legyezőábrában jelzett kockázatokat – azaz az MNB előrejelzés várható értékét – is figyelembe véve *azonban nagyjából azonos méretű hibát vétett*.

Az alábbi ábrát vizsgálva azonban az is kitűnik, hogy jellemzően az MNB alap-előrejelzések revíziói nagyobbak voltak, mint a piaci előrejelzéseké, s a ezeket a revíziókat a Bank elsősorban a legyezőábra alkalmazásával simította. Az MNB alap-előrejelzések nagyobb revíziói értékelésünk szerint több tényező hatásával magyarázható.

Egyrészt mivel az MNB előrejelzések feltételesek, az exogén változókat szabály alapon inputáljuk előrejelző modellünkbe, és nem feltétlenül azok legjobb előrejelzését adjuk. Ez számos szabály esetében (például forint-euró árfolyam, olajárak) ingadozóbb exogén változókat ad, mintha a legjobb becslésünket használnánk.

Másrészt azonban az MNB előrejelzések a piaci elemzők viszonylag egyszerűbb előrejelzési modelljeihez képest kevésbé alapulnak a múltbeli dinamika előrevetítésén,

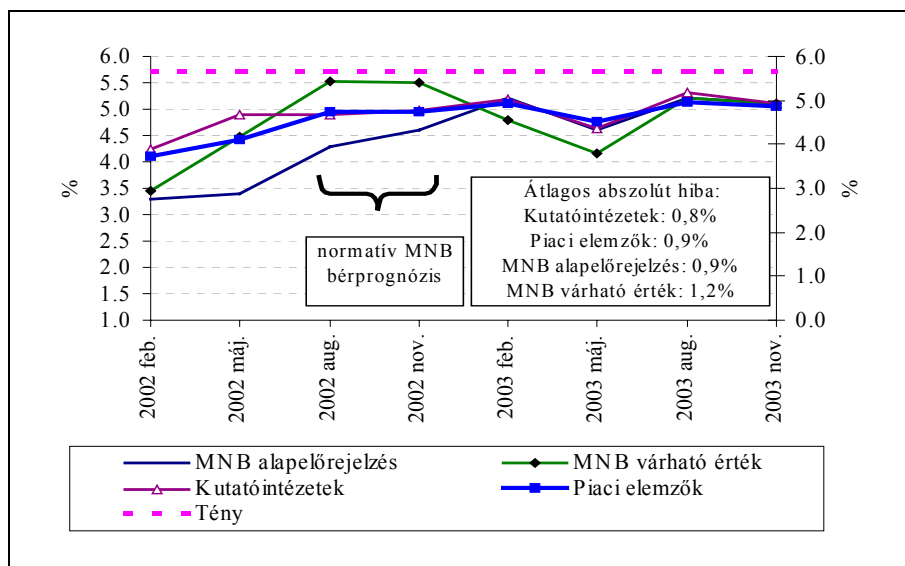
³⁵ Hasonló elemzést tettünk közre a *Világgazdaság* 2004. február 16. számában, amelyben 2003 mellett a 2002 végére vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményét is áttekintettük.

³⁶ Fontos megjegyeznünk, hogy az MNB előrejelzéseinek egyszerű összevetése a többi szereplővel nem teljesen korrekt, hiszen az MNB előrejelzés feltételes, míg a többi szereplőé nem az. Ez azt jelenti, hogy az MNB előrejelzések szándékosan eltérő - ebből a szempontból kisebb - információs halmazzal dolgoznak a előrejelzések készítésekor. Ennek ellenére az összevetést hasznosnak tartjuk a tanulságok elemzése miatt.

így olyan időszakokban, amikor a tényleges infláció nem változik jelentősen nagyobb bizonytalansággal működnek.³⁷

Fontos meghatározó tényező lehetett azonban az is, hogy az eddig használt előrejelző módszereink - mivel a reálgazdasági és ár-folyamatok közötti kapcsolatokat nem ragadják meg kellő teljességgel - túlzottan érzékenyek az exogén feltételek változásaira.

V-1. ábra: A 2003. decemberre vonatkozó inflációs előrejelzések *



* MNB: a Jelentés az infláció alakulásáról c. kiadvány, piac és kutatóintézetek a Reuters-felmérés alapján.

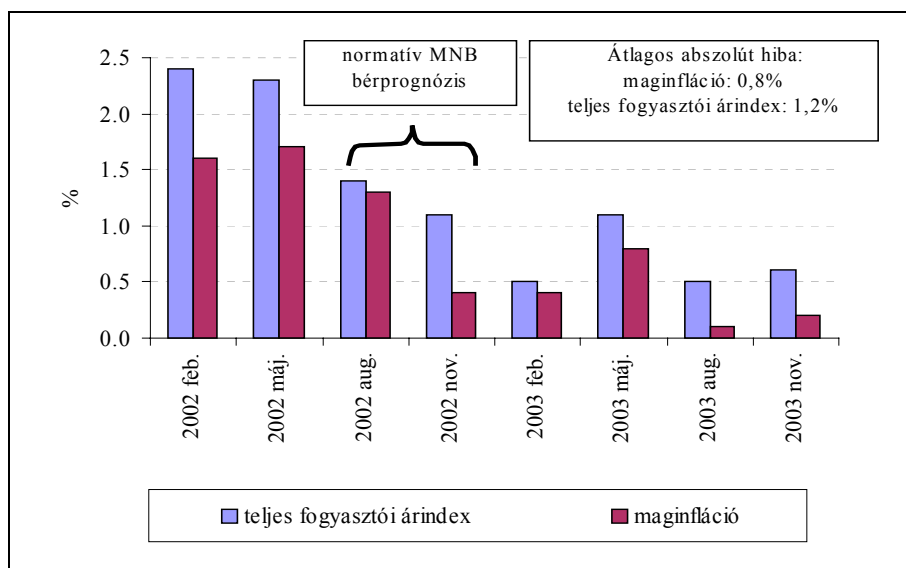
Az MNB előrejelzés teljesítményének főbb meghatározó tényezői

Az MNB előrejelzési hibájának felbontása kapcsán az alábbi tényezőket érdemes megemlítenünk. Az *előrejelzési hiba* átlagosan kisebb volt a *maginfláció* esetében, mint a teljes fogyasztói árindex szintjén. Összességében egy-másfél éves előrejelzési horizonton a teljes fogyasztói árindexre vonatkozó hiba felét okozta a *maginflációban* elkövetett hiba, míg rövidebb időtávon ez az arány némileg csökkent.

A maradék hiba forrása a *regulált árak* és a *feldolgozatlan élelmiszerek* előrejelzésében keresendő. A regulált árak esetében abszolút értelemben viszonylag kis hibát vétettünk, a csoport - a teljes fogyasztói árindexben vett - közel 20 százalékos súlya miatt azonban ez a tévedés meghatározó hatással bírt a teljes előrejelzési hibára. A feldolgozatlan élelmiszereknél még az év második felében is viszonylag jelentősebb előrejelzési hibát vétettünk, s így az még a tétel viszonylag alacsony 6 százalék körüli súlya mellett is észrevehetően hatott a teljes előrejelzési hibára. A regulált árak előrejelzésének hibája alapvetően a korábban nem ismert illetve nem publikus kormányzati intézkedések figyelembe nem vételéből adódott, míg a feldolgozatlan élelmiszerek előrejelzése a nehezen előre jelezhető időjárási feltételekből adódott.

³⁷ Értelmszerűen, amikor az inflációs folyamatban jelentős változás áll be az MNB strukturális megközelítése nagyobb pontossággal képes érzékelteni a folyamatok irányát. Ez történt például 2002-ben, amikor a Bank összességében pontosabb előrejelzéseket adott, mint az elemzők.

V-2. ábra: A 2003 decemberi MNB előrejelzések hibája: teljes fogyasztói árindex és maginfláció*



* tény-előrejelzés

V-1. táblázat: A 2003 decemberi fogyasztói árindexre vonatkozó MNB előrejelzések hibájának meghatározói* (a teljes hibához való hozzájárulás százalékpontban)

Jelentések	2002 február	2002 május	2002 aug.	2002. november	2003 február	2003 május.	2003 aug.	2003 november
Maginfláció	1.1	1.1	0.9	0.3	0.3	0.5	-0.1	0.1
nem feldolgozott élelmiszerek	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2
regulált árak	0.8	0.8	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
Jármű+piaci energia	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.0
Teljes fogyasztói árindex	2.4	2.3	1.4	1.1	0.5	1.1	0.5	0.6

*tény-előrejelzés

Mivel a teljes fogyasztói árindex előrejelzési hibájának jelentős részét a maginfláció előrejelzési hibája magyarázza érdemes megvizsgálnunk, hogy előrejelzési rendszerünk mely exogén feltevéseinek változásai és mely endogén mechanizmusokban megjelenő előrejelzési hibák okozták a maginflációban előrejelzésében elkövetett hibát.

Fontos ugyanakkor megemlítenünk, hogy mivel a mostanáig használt előrejelző rendszerünk számos szakértői modell összehangolásával működött, így a múltra vonatkozóan nem végezhető el az inflációs hiba ellentmondásmentes, teljes-körű felbontása. Emiatt a 2003. decemberi előrejelzési hiba felbontását csak közelítő módon, a következőképpen tudtuk elvégezni. Az előrejelzések értékelésénél csak két kulcstétel a forint árfolyam és a versenyszféra béreinek hatását próbáltuk meg számszerűsíteni, s

azt vizsgáltuk, hogy ezeknél a tényezőknél a tények eltérése a különböző *Jelentéseinkben* feltételezett lefutástól, mennyiben befolyásolták a decemberi maginflációra vonatkozó előrejelzési hibát. A két tényező hatását egyedileg értékeltük, tehát azt vizsgáltuk, hogy az adott tényező megváltozása ceteris paribus mennyivel járul hozzá a maginfláció hibájához. A vizsgálat eredményeit az alábbi táblázatba foglaltuk össze. A fenti tényezők hatásának és a maginfláció hibájának különbségét nem magyarázott tényezőként kezeltük. Ez a tétel tehát minden olyan tényezőt tartalmaz, ami nem köthető az előbbiekhöz, így például a várokozások, reguláció, feldolgozatlan élelmiszerek, olajárak és az EUR/USD árfolyam, és értelemszerűen a modell-együtthatók bizonytalanságának hatását.

Az alábbi táblázatban jól látható, hogy a maginfláció előrejelzési hibája elsősorban az árfolyamfeltevések változásából és a bérek előrejelzésének hibájából adódott.³⁸ Az V-3. táblázatban pedig jól látható, hogy bár az árfolyamfeltevéseink folyamatosan a gyengébb árfolyam irányába mutattak, ex-post az árfolyam az időszak nagy részében gyengébb volt, mint azt hosszabb horizonton feltételeztük. Ez önmagában 1-1,5 éves időtávon mintegy 0,5-0,8 százalékpontnyi emelkedést okozott a maginflációban. A bérinflációra adott előrejelzésünk is szisztematikusan felfelé frissült, ami 1-1,5 éves időtávon 0,8-1,5 százalékpontot ad hozzá a hibához. Az egyéb tényezők hatása az előbbiekhöz képest három negyedévet leszámítva elhanyagolható nagyságrendű volt és szisztematikus hatást sem mutatott. Ugyanakkor 2002 augusztusa és a 2003 februárja között készített három előrejelzésben a nem magyarázott rész igen jelentős volt, nagyobb, mint az eredeti hiba. Mindez úgy volt lehetséges, hogy abban az időszakban a bérekre a Monetáris Tanács feltevését használtuk, ugyanakkor az árfolyam és a bérek hatását mechanikusan nem vezettük át az előrejelzési rendszeren, hiszen akkor a áraknak a ténybeli dinamikához képest olyan lassulását kellett volna feltételeznünk, amit egyéb információink (inflációs várokozások, exogén feltételek) nem támasztottak alá. Az eredményen jól mutatja, hogy az előrejelzési rendszerünk nem írható le pontosan egy-két parciális rugalmassággal, bár kétségtelenül igaz, hogy összességében a teljes előrejelzési hiba legnagyobb részét az árfolyam és bérek feltevéseinktől eltérő alakulásában kell keresnünk.

V-2. táblázat: A 2003 decemberi maginfláció előrejelzési hibájának főbb meghatározó tényezői
(hibák százalékpontban)

<i>Jelentések</i>	2002 február	2002 május	2002 aug.	2002. november	2003 február	2003 május	2003 aug.
Árfolyam	0.7	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6	-0.1
Bérek	1.4	0.8	1.9	1.5	0.7	0.3	0.0
Egyéb	-0.5	0.1	-1.0	-1.8	-0.9	-0.1	0.0
Maginfláció hibája	1.6	1.7	1.3	0.4	0.4	0.8	-0.1

³⁸ Az előrejelzési hiba meghatározó tényezőinek felbontásánál a 2003 novemberi előrejelzés tényezőit nem értékeltük, hiszen az egy-két hónapra előre vonatkozó előrejelzéseknél olyan idősoros módszereket alkalmazunk, amelyeknek csak statisztikailag próbálják megragadni a folyamatokat, strukturális közgazdasági összefüggésrendszer nem kapcsolható hozzájuk.

V-3. táblázat: Árfolyamfeltevések a *Jelentésekben* *
(forint/euró)

	2002 február	2002 május	2002 aug.	2002 nov.	2003 február	2003 május	2003 aug.	tény
2002	244,0	242,7	245,1	244,0	242,9			
2003	244,0	242,3	246,6	243,6	245,0	245,1	255,6	253,5

* Éves átlag, az adott Jelentésig eltelt tényidőszaki adatok és az adott Jelentésben az év hátralévő időszakára feltételezett árfolyam átlaga.

V-4. táblázat: Az MNB éves átlagos bérinflációs előrejelzéseinek változása *
(százalékos változás az előző évhez képest)

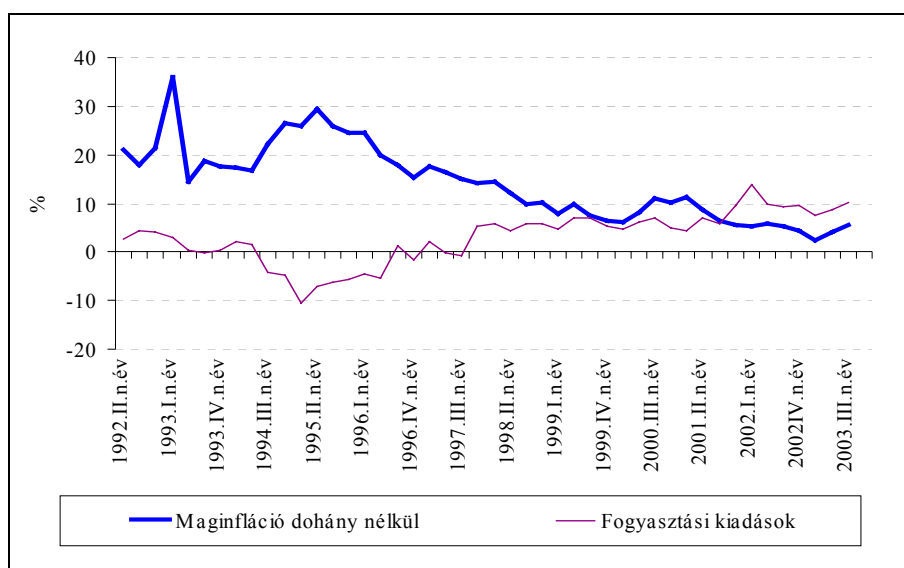
	2002 február	2002 május	2002 aug.	2002 nov.	2003 február	2003 május	2003 aug.	tény
2002	9,2	11,4	13,2	13,4	12,8	12,6		
2003	6,4	7,6	5,0	5,9	7,8	8,8	9,3	9,3

* A 2002. augusztusi és novemberi Jelentésben normatív bérfeltevést alkalmaztunk.

V. 2. A fogyasztás-lassulás dezinflációs hatásai

A fogyasztói árindex előrejelzésében a bizonytalanság egyik forrása, hogy milyen módon hat a lakossági fogyasztási kiadások dinamikájának várható mérséklődése az inflációra. A bizonytalanság két elemből származik: egyrészt hogyan alkalmazkodnak a háztartások a mérséklődő jövedelem-növekedéshez (azaz mennyire lassul a fogyasztási kereslet), másrészt mindez hogyan hat a fogyasztói árindexre.

V-3. ábra Maginfláció és a fogyasztás évesített negyedéves növekedési üteme



A fogyasztás és az infláció közötti kapcsolatra 1992-2003 közötti időszakból nehéz közvetlenül összefüggést találni a gazdasági struktúra folyamatos alakulása és a gazdasági szabályozás gyakori megváltozása miatt.

A '90-es évek elején, mind az inflációt, mind a fogyasztási kiadások alakulását a rendszerváltás következtében megváltozó gazdasági folyamatok befolyásolták, a klasszikus közgazdasági kapcsolatok még nem érvényesültek. 1995 elejére az infláció éves növekedése 30 százalék körülire emelkedett, a folyó fizetési mérleg deficitje növekedett, míg a márciusában bevezetett stabilizációs csomag következtében a háztartások fogyasztása a rendelkezésre álló jövedelemmel összhangban jelentősen csökkent. A '90-es évek második felében az infláció csökkent, a háztartások jövedelme, így fogyasztásuk is emelkedett. Így alakult ki az a speciális helyzet, hogy egy csökkenő inflációs trend egy emelkedő fogyasztás mellett valósult meg.

Ez a folyamat 1999 körül ért véget, ekkor már a közgazdaságilag várt, pozitív együttmozgást látunk a fogyasztás és az infláció között. 2001-2002-ben ismét újabb változások érték a magyar gazdaságot, aminek következtében kevésbé látványossá vált a kapcsolat. 2001-ben ugyanis két tényezőnek tulajdoníthatóan újabb deflációs folyamat kezdődött. Egyrészt 2001 elejére a maginflációból kikerül a megelőző két évben átmenetileg megnőtt olaj és élelmiszer árak hatása. Másrészt 2001-ben az inflációs célkitűzések rendszerére tért át a monetáris politika, valamint az árfolyamsáv szélesítésével erősödött a forint, ami az árfolyam-begyűrűzésen keresztül segítette a deflációt.

Ezzel egyidejűleg a fogyasztási kiadások növekedésének 2001 végétől lendületet adott a belső kereslet élénkítő politika, amelynek inflációs hatásait a felértékeltebb árfolyam ellensúlyozni tudott, így 2002-ben a fogyasztás rekordnagyságú növekedése nem jelent meg ilyen mértékben az infláció alakulásában, bár a defláció trendje kissé megtört. 2002 közepétől azonban ismét az előzetes intuíciónak megfelelő együttmozgást látunk a fogyasztás és az infláció között. Amennyiben nem történik jelentős változás a gazdaság szerkezetében, akkor előrejelzési horizontunkon feltételezhetjük, hogy a fogyasztási kiadások mérséklődése segíteni fogja a deflációt.

A fogyasztási kiadások deflációs hatásának vizsgálatához első lépésben a háztartások jövedelme és fogyasztása közötti kapcsolatot kell megvizsgálnunk. 2002-2003-ban a fogyasztási kiadások aránya jelentősen növekedett a jövedelmekhez képest. A fogyasztás-jövedelem arány növekedésének magyarázata lehet, hogy a kedvező jövőbeli várakozások mellett a háztartások fogyasztási hajlandósága növekszik. Mára vélhetően a háztartások várakozásaiban is megjelenik, hogy ilyen nagyságú jövedelem növekedésre 2004-2005-ben már nem számíthatnak, azaz változik/változhat a korábbi években kialakult fogyasztási hajlandóság.

A leírtak alapján a fogyasztási kiadások előrejelzésekor bizonytalanság forrása, vajon a fogyasztás a korábban megszokott és a modellekben használt sebességgel alkalmazkodik-e a mérséklődő jövedelmekhez és tér vissza a historikus arányhoz, vagy a múltbeli arányhoz képest magasabb értékhez tart.

Következő kérdés, hogy mekkora lehet a hatása a fogyasztási kiadások változásának az infláció alakulására, azaz a lassuló fogyasztás mekkora deflációt eredményezhet. A fogyasztási kiadások lassulása egyrészt a keresleti nyomás csökkenésén (kibocsátási rés negatívabb lesz) keresztül mérsékli az inflációt. A másik hatás a kínálati oldalon

jelentkezik. A mérsékeltebb belső kereslet miatt csökken a munkaerő kereslet is, így a kevésbé feszes munkaerő piac miatt mérséklődik a bérinfláció is.

A fentiek alapján megvizsgáltuk milyen hatása lenne 2004-ben és 2005-ben 1 százalékponttal alacsonyabb fogyasztásnövekedésnek. Így választ kaphatunk egyrészt arra mekkora bizonytalanságot hordoz az infláció előrejelzésére vonatkozóan a fogyasztás-jövedelem közötti bizonytalan kapcsolat, illetve a fogyasztási kiadások inflációra gyakorolt hatására. Számításaink szerint 1 százalékponttal alacsonyabb fogyasztásnövekedés 2004-ben 0,1 százalékponttal, 2005-ben 0,2 százalékponttal csökkenti a maginflációt.

V. 3. A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai

A 2002 tavasza óta rendkívül gyorsan növekvő lakáshiteleknek közvetlenül két, a makrogazdasági folyamatok szempontjából releváns következménye volt. Egyrészt a kamattámogatások egyre nagyobb költségvetési terhet jelentettek. Másrészt a háztartások finanszírozási kapacitása gyakorlatilag nullára csökkent 2003-ban. Ez a lakosság ingatlan beruházásaink felfutásából, részben azonban a fogyasztás reáljövedelemnél erőteljesebb bővüléséből is adódott. Számításaink szerint ugyanis a használt lakásokra felvett hitel mintegy 15-30 százalékát a háztartások fogyasztás finanszírozására fordították, ezzel tovább gyorsítva annak növekedését.

A lakáshitel-támogatási rendszer 2003 decemberi változásának makrogazdasági hatásainak számszerűsítéséhez számos tényezőt kell figyelembe venni. Először meg kell határozni, hogyan befolyásolja az új támogatási rendszer az új hitelfolyósítások volumenét, illetve annak megoszlását az új és a használt lakások vásárlása között. Becsléseink alapján 2004-ben 310 – 380 Mrd Ft-tal esik vissza a lakáshitelek felvétele 2003-hoz viszonyítva.

Várakozásaink szerint változni fog az új és használt lakásokra felvett hitelek aránya is. A régi feltételek mellett 2003-ban stabilizálódott az új és a használt lakásokra felvett hitelek közötti 1:2 arány. Az új szabályozás azonban jobban sújtja a használt lakásokat, ezért számításainkban azt feltételeztük, hogy a lakáshitelekben belül növekedni fog az új lakásokra felvett hitelek aránya, megközelítve az 50 százalékot. A fenti két tényező meghatározása azért fontos, mert ez alapján tudjuk kiszámolni a használt lakáshitel felvételében várható csökkenést, amelyek egy része közvetlenül is csökkenti a fogyasztási kiadások volumenét.

További feltételezés közvetlenül a lakásberuházások időbeli alkalmazkodására vonatkozik. Nyilvánvaló, hogy az új lakásépítés időben hosszan elnyúló folyamat, ezért a 2003-ban elkezdett építkezések 2004-ben is folytatódnak, azaz a 2004-es lakásépítések döntő része már a 2003-as új építési engedélyek alapján meghatározódott. A fentiek alapján a támogatási rendszer közvetlen beruházás csökkentő hatásának megragadásához a lakásberuházás értékét három negyedéves késéssel csökkentettük az új lakásépítésre felvett hitelek visszaesésének értékével³⁹.

³⁹ Becslésünk szerint az új lakásépítési engedélyek változása legerőteljesebben három negyedéves késéssel jelenik meg az átadott lakások számában.

Mindemellett az intézkedésnek egy fontos további következményével is kell számolnunk. Amennyiben az intézkedés segít a tőkepiaci bizalom helyreállításában; az – a monetáris politika által közvetetten befolyásolható – hosszú lejáratú kamatok 1 százalékpontos csökkenésében is megmutatkozhat.

Noha becslésünk alapján a költségvetést javító *elsődleges* hatás már 2004-ben is érvényesül (GDP 0,1 százalékkal javítja), azonban az intézkedésnek elsősorban *hosszabb távú, fenntarthatósági előnyei vannak*. Ugyanis míg a rövid távú hatások ellentmondásosak lehetnek, hosszabb távon mind a *költségvetés, mind a folyó fizetési mérleg egy fenntarthatóbb pályára kerül*, mindkét hiány mutatóra csökkentőleg hatnak az intézkedések. A hosszú hozamok csökkenése pedig élénkítheti a vállalati beruházásokat, és nagyobb növekedéshez is vezethet.

A szigorítás hatására a folyó fizetési mérleg a hitelfelvétel és a beruházás befejezése közötti elcsúszás miatt 2004-ben csak kisebb, míg 2005-ben már érezhetően – a GDP 0,1-0,3 százalékpontjával – javul az intézkedés hatására. A költségvetést javító hatás ugyanakkor csak később jelentkezik, 2004 és 2005-ben inkább szinten maradó deficitről beszélhetünk. Számításaink szerint 2006-2007-ben a költségvetés már szignifikáns mértékben javulhat, a deficit csökkenése a két év átlagában a GDP 0,3 – 0,4 százaléka lehet. Ezzel párhuzamosan a folyó fizetési mérleg a GDP 0,45 - 0,75 százalékkal mutat majd kisebb hiányt annál a helyzetnél, ha nem lett volna intézkedés.

Ami a makrogazdasági hatásokat illeti, a GDP 2004-ben 0,1-0,25 százalékponttal lehet kisebb a szigorítás nélküli esethez viszonyítva. Ez a fogyasztói infláció előrejelzését egész év átlagában maximum 0,1 százalékponttal, míg 2005-ben 0,1-0,2 százalékponttal csökkenti.

A GDP csökkenéssel összhangban a háztartások rendelkezésre álló jövedelme is csökken, ami azzal is jár, hogy a lakossági beruházások az eredeti sokknál nagyobb mértékben esnek már 2004-ben is. Ennek valamelyest ellene hat viszont, hogy a hosszú kamatok csökkenése élénkíti a vállalati beruházásokat, tehát fékezik a GDP visszaesést, amely a lakásberuházásokra kis mértékben emelőleg hat.

Az intézkedés *hosszabb távú növekedési* hatásának számszerűsítésekor azonban figyelembe vettük azt is, hogy az a *hitelesség javulásán* keresztül egy *kedvezőbb tőkepiaci helyzethez, a hosszú távú kamatok csökkenéséhez* vezethet. A hosszú kamatok mérséklődése a vállalati beruházások emelkedése miatt hosszabb távon a GDP emelkedéséhez vezethet. A növekedést élénkítő hatás 2006-2007-ben válik igazán meghatározóvá. *A gazdasági növekedés 2006–2007-ben akár 0,2 százalékponttal is magasabb lehet.*

V-5. táblázat: Főbb eredményeink*

Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP százalékában)	
2004	0 – 0,3
2005	0,2 – 0,3
2006-2007-es átlagos hatás	0,45 – 0,75
Lakossági beruházások növekedésére (százalékpontos eltérés)	
2004	(-1,0) – (-1,7)
2005	(-3,0) – (-5,5)
2006-2007-es átlagos hatás	0,1 – 0,2
Fogyasztási kiadások növekedésére (százalékpontos eltérés)	
2004	(-0,2) – (-0,4)
2005	(0,0) – (-0,3)
2006-2007-es átlagos hatás	0,0
GDP növekedés (százalékpontos eltérés)	
2004	(-0,25) – (-0,1)
2005	(-0,1) – 0
2006-2007-es átlagos hatás	0,1 – 0,2
Költségvetés egyenlege (GDP százalékában)	
2004	elhanyagolható
2005	elhanyagolható
2006-2007-es átlagos hatás	0,3 – 0,4
Fogyasztói árak növekedése (százalék)	
2004	elhanyagolható
2005	(-0,1) – (-0,2)
2006-2007-es átlagos hatás	elhanyagolható

* százalékpontos eltérés a szigorítás nélküli esethez képest

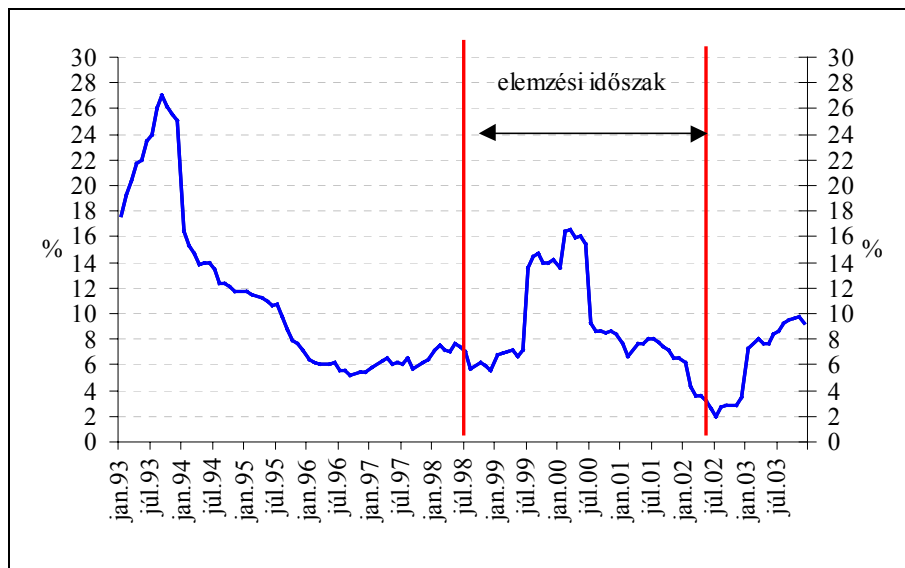
V. 4. Mit tanulhatunk az 1999-es szlovákiai indirektadó-emelés tapasztalataiból?

A 2003. novemberi illetve a jelenlegi *Inflációs Jelentésben* publikált előrejelzésünk egyik alapfeltevése szerint az idei indirekt adóváltozások (ÁFA, jövedéki adók, stb. emelése) nem épülnek be az inflációs várakozásokba. Ezen állításunkat ugyanakkor nagy bizonytalanság mellett kezeljük, hisz a piaci szereplők inflációs várakozásai a sikeres dezinfláció időszakában sem mutattak gyors alkalmazkodást. Annak érdekében, hogy ezen bizonytalanságunkat mérsékelhessük illetve, hogy esetlegesen helytelen feltevésünket minél korábban korrigálni tudjuk állításunkat igyekszünk nemzetközi tapasztalatokkal összevetni.

Elemzésünket olyan országra kívántuk fókuszálni, ahol a gazdasági fejlettség, nyitottság illetve az exogén folyamatok (olajár, feldolgozatlan élelmiszerárak) a magyar gazdaságéhoz hasonló inflációs keretfeltételeket eredményeznek. Az említett érvek alapján választásunk Szlovákiára esett, ahol az elmúlt években két alkalommal is jelentős indirekt adómódosítás történt (1999. július illetve 2003. január). Teljes elemzést csak az 1999-es esetre végezhattünk.

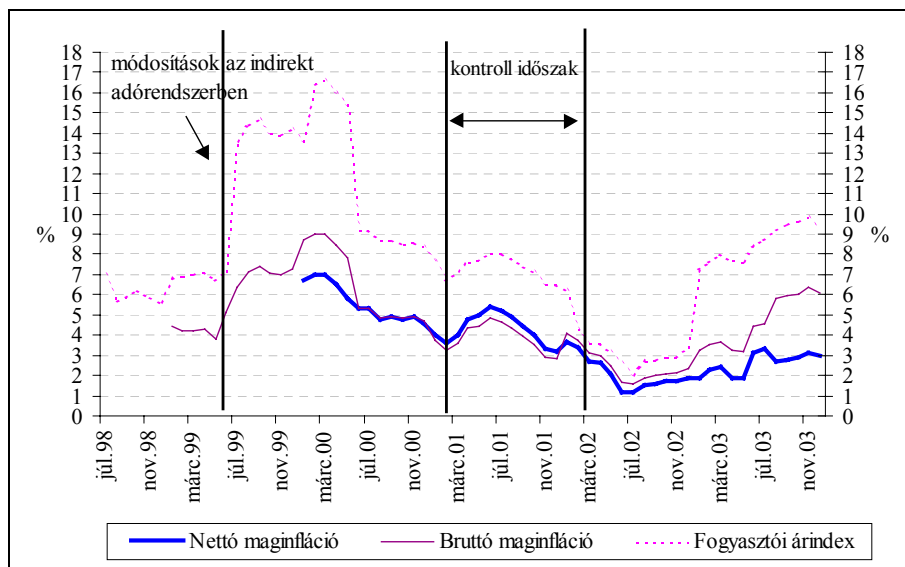
Az 1993-os önállósodást követően Szlovákiában – egy átmeneti időszak kivételével – folytatódott a fogyasztói áraknak az alacsony inflációs múltnak megfelelő alakulása. Az 1996-tól 1999-ig terjedő időszakban az árak éves változása - egy fél éves periódustól eltekintve – tartósan a 5-7 százalékos sávban alakult.

V-4. ábra: Az éves infláció alakulása Szlovákiában



A mérsékelt inflációs környezet ugyanakkor a 90-es évek végére jelentős egyensúlytalansági problémákkal párosult. Az problémák enyhítése érdekében a szlovák kormány deficitcsökkentő intézkedésekről döntött. Ennek keretében 1999 júliusától a legalacsonyabb ÁFA kulcsot 6-ról 10 százalékra emelték, növelték a benzin és a dohánytermékek jövedéki adóját, valamint bevezették az import vámpótlék 7 százalékos mértékét is.

V-5. ábra: Az éves fogyasztói árváltozás Szlovákiában



A hatósági intézkedések hatására az éves fogyasztói árindex 1999 júliusában az előző hónap 7,1 százaléka után 13,6 százalékra emelkedett. Amennyiben ezen egyszeri árszintemelítő intézkedések a gazdasági szereplők várakozásait tartósan nem befolyásolták akkor feltételezhetjük, hogy az adóváltozás előtti időszak bázisból történő kikerülésével az éves árváltozás dinamikája – természetesen csak más exogén változók változatlansága mellett - megegyezik az adóváltozás előtti időszak árdinamikájával. Vizsgálatunkban figyelembe kell vennünk, hogy 2000. január-februárban újabb

jövedéki adó- illetve hatósági áremelés történt, így az összehasonlításunk alapjául az 1998. július – 1999. június illetve a sokk utáni 2001. március és 2002. február közötti időszakot választottuk.

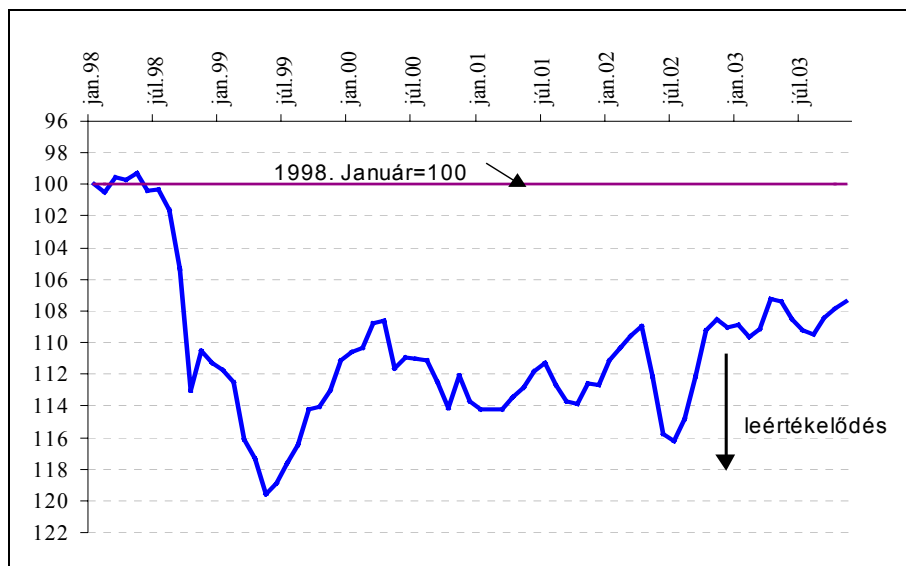
Megfigyeléseink szerint az adóemelést megelőző egy évben az infláció éves átlagos értéke mintegy 0,5 százalékponttal volt alacsonyabb mint az adóváltozások bázisból történő kikerülését követő egy éves periódusban. Figyelembe véve az inflációs sokk nagyságát, valamint az infláció 2001 végi dinamikáját – a 12 havi infláció 2002 közepén több mint 5 százalékponttal volt alacsonyabb az 1999. júniusban regisztráltnál – ezen eltérésből nem következtethetünk az inflációs várakozások tartós megváltozására.

Az inflációt befolyásoló főbb monetáris és exogén tényezők alakulása

Ahhoz, hogy a magyar inflációs folyamatok előrejelzése szempontjából is használható következtéseket tudjunk levonni, előbb a szlovák inflációt meghatározó főbb endogén és exogén tényezők alakulását is érdemes feltérképeznünk. Szlovákia – hazánkhoz hasonlóan – kis, nyitott ország így itt is közel azonos súllyal az alábbiakban tárgyalt exogén tényezők lehetnek hatással a fogyasztói árak alakulására:

Árfolyam: az adóváltozást követően a korona árfolyama, mint egy 12 hónapon keresztül folyamatosan erősödött, ami elősegíthette az adminisztratív döntések hatására meglóduló infláció, várakozásokra gyakorolt hatásának hűtését. A 2000 második felében lezajlott gyengülést követően az árfolyam mintegy másfél éven keresztül az 1998. januári szintnél magasabban, 10-14 százalékos intervallumban stabilizálódott. Referencia időszakaiinkban az árfolyam inflációra gyakorolt hatása, figyelembe véve az áthúzódó hatásokat⁴⁰ is: 1998-99 vélhetően pozitív (növelte az inflációt), 1999 és 2001 között vélhetően semleges, míg 2001-02-ben szintén semleges.

V-6. ábra: A szlovák korona/euró árfolyam alakulása



Olajár: 1998 júliusát követően az olajárak 2000 szeptemberéig közel négyszeresére növekedtek, azaz az adóváltoztatás időszakában a benzin árak nemcsak az adminisztratív szabályozás hatására, hanem az olajár emelkedésén keresztül is emelték a

⁴⁰ Szimmetrikus árfolyam-begyűrűződés feltételezése mellett.

fogyasztói árakat. Bár vizsgált intervallumaink pontosan keretbe foglalják az olajárak emelkedésének időszakát, ám az áthúzódó hatások következtében ezen periódusokban is felléphetett inflációs hatás. Ez alapján a koronában számított olajár-változások eredőjeként az alábbi hatásokat feltételeztük: 1998-99 semleges majd a periódus végén enyhén pozitív, 1999 és 2001 között erősen pozitív, majd 2001–02-ben az áthúzódó hatások következtében pozitív.

Az élelmiszerárak: alakulásában – természetüknél fogva - nem tapasztaltunk tartós tendenciákat, így ezen termékkör hatása a várakozásokra valószínűsíthetően mindkét időszakban semleges.

Az exogén tényezőknek az inflációra illetve az inflációs várakozásokra gyakorolt hatását az alábbi táblázatban összegeztük. A táblázat eredményei alapján, az adóemelés megelőzően az exogén tényezők kumulált hatása vélhetően közel azonos mértékben okozhatta a fogyasztói árszínvonal emelkedését, mint a kontroll időszakban.

V-6. táblázat: Az exogén tényezők valószínűsíthető hatásai

Időszak	Exogén tényezők hatásai		
	<i>árfolyam</i>	<i>olajár</i>	<i>élelmiszer</i>
1998. júl.- 1999. jún.	pozitív	semleges/pozitív	semleges
1999. júl.- 2001. feb.	semleges	erőteljesen pozitív	semleges
2001. márc. – 2002. feb.	semleges	pozitív	semleges

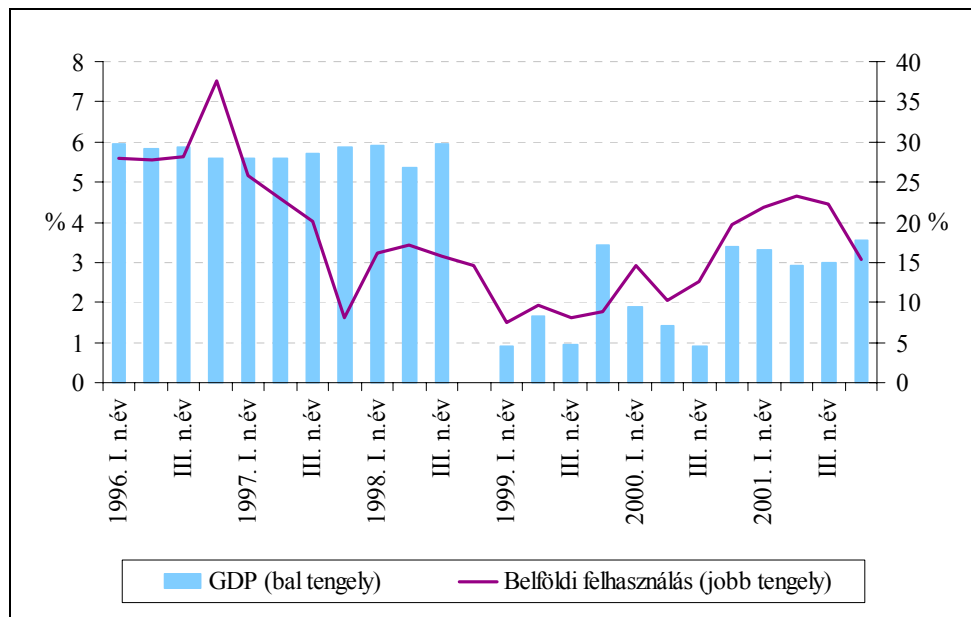
* pozitív hatás: emelte az inflációt.

Reálgazdasági folyamatok

Az a tény, hogy az exogén folyamatok figyelembevételével sem sikerült kimutatnunk lényegi különbséget a két referencia időszakunk inflációs szintjei között még nem jelenheti az előrejelzésünkönél alkalmazott stratégiai alapfeltevésünk feltétel nélküli elfogadását, ehhez ugyanis meg kell vizsgálnunk, hogy az említett inflációs folyamatokhoz milyen reálgazdasági alkalmazkodás párosult.

Az 1998-99-es megszorító intézkedések hatására a belföldi felhasználás szinte valamennyi komponense nagy mértékben visszaesett. Különösen gyors volt az alkalmazkodás a kormányzati fogyasztást valamint a teljes nemzetgazdasági beruházásokat illetően. Mivel a belföldi felhasználás visszaesése nem párosult a külföldi kereslet hasonló mértékű felfutásával, így a korábban 4-6 százalékos GDP bővülés is 2 százalék alatti szintre lassult.

V-7. ábra: A GDP és belső kereslet alakulása
(éves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)

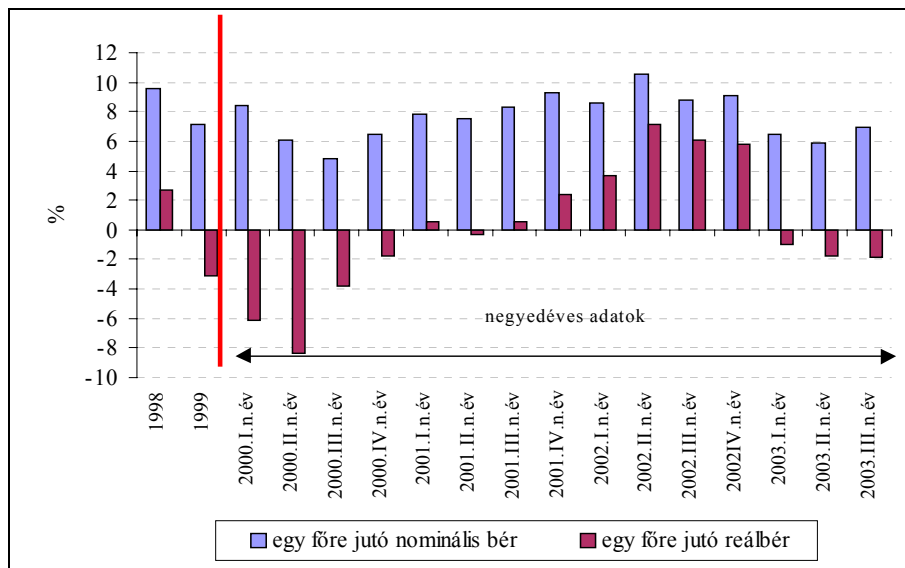


Jelentősen hozzájárult a belföldi felhasználás mérséklődéséhez illetve a gazdasági egyensúlyi mutatóinak javításához a reálbérek látványos csökkenése. A nominális bérek az infláció megduplázódásának ellenére a vizsgált időszakban a korábbi évek (1994-98) átlagánál alacsonyabb ütemben növekedtek, ami egyben a reálbérek szintjének visszaesését eredményezte (1999-ben 3,1 százalékkal, míg 2000-ben közel 5 százalékkal).

Ugyanakkor meg kell említenünk, hogy több ország-specifikus tényező valamint átmeneti intézkedés is egyidejűleg okozhatta a bérek erőteljes alkalmazkodását. Szlovákia a 90-es évek közepén Közép-Kelet-Európa egyik legmagasabb munkanélküliségi rátával rendelkező országnak számított (12-14 százalékos rátával). 1998 és 2000 között ez az arány 18-20 százalékos szintre emelkedett, azaz a meglévő szabad munkaerő-tartalékok (jellemzően a versenyszférában) a béremelések visszafogását eredményezhették. A megszorító intézkedések szellemében szigorú bérezési politikát folytató állami szektor bérmegállapodásai mind közvetlen, mind közvetett módon segítette a nominális bérek „lehorgonyzását”.

Vélhetően fontos szerepet játszott a szlovák gazdaság alacsony inflációs történelme is. Az elmúlt évtizedekben Csehszlovákia, majd később Szlovákia – egy-egy átmeneti időszaktól eltekintve – a térség legalacsonyabb inflációval rendelkező államának számított. A tartósan alacsony inflációs múlt érdemben segíthette a hirtelen megugró fogyasztói árak ellenére - elemzéseink szerint – valószínűsíthetően nem emelkedő inflációs várakozások kialakulását. Állításunkat csak megerősítik a 2003-ban ismét döntően állami intézkedések hatására megemelkedő inflációhoz kapcsolódó eddig ismertté vált bérfolyamatok.

V-8. ábra: A nominális illetve reálbérek alakulása Szlovákiában



Mielőtt a Magyarországra is érvényes következtetéseinket levonnánk fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy Szlovákiában 2002. februárját követően az infláció újból meredeken csökkenni kezdett, és 2002 júliusában elérte a 2 százalék. A sikeres dezinflációban szerepet játszhatott a exogén változók alakulása (csökkenő olajárak, erősödő korona), az említett reálgazdasági tényezők áthúzódó hatása ugyanúgy, mint az alacsony inflációs múltnak megfelelően stabil várakozások.

Tapasztalatok Magyarország számára

Az szlovákiai példa tapasztalatait is felhasználva a Magyarországon várható folyamatokkal kapcsolatban az alábbi észrevételeinket fogalmazhatjuk meg:

Mivel a Magyarországon 2004. januárban hatályba lépett adóemeléseknek a fogyasztói árakra gyakorolt közvetlen hatása lényegesen kisebb, mint Szlovákiában volt 1999-ben, így az áralakulás egyszeri adminisztratív befolyásolása várhatóan kevésbé téríti el a piaci szereplők várakozásait korábbi szintjüktől.

Mint azt a Szlovákiai példa is megmutatta az inflációs várakozások esetleges megváltozását leginkább a bérfolyamatok tükrözhetik. A 2004-es magyar szituáció néhány ponton lényegesen eltér az elemzett Szlovákiai példától, ami miatt nem is várhatunk az ott megvalósulthoz hasonló béralakulást. Hazánkban lényegesen alacsonyabb a munkanélküliségi ráta, mint volt Szlovákiában és az állami szféra bérezési magatartásában sem tapasztalhatunk olyan konkrét jelzéseket, amelyek a bérinfláció csökkenésének irányába hathatnának. Az említett tényezők, valamint az elmúlt évek – sikeres dezinfláció ellenére – lassan alkalmazkodó béralakulása miatt az idei évre a reálbérek kis mértékű emelkedésére számítunk.

Magyarország az elmúlt két évtizedben Szlovákiánál (illetve korábban Csehszlovákiánál) lényegesen magasabb inflációs múlttal rendelkezik, így az inflációs várakozások esetleges megváltozása valószínűleg hosszabb távon, tartósan befolyásolná hazánk dezinflációs folyamatait, mint láttuk azt északi szomszédunk esetében.

Az elemzett szlovák példa tapasztalatai is megmutatták, hogy az inflációs várakozások beragadása csak megfelelő reálgazdasági alkalmazkodás lezajlása mellett elkerülhető.

Hazánkban kérdéses, hogy a főbb gazdasági szereplők (vállalatok, állam, lakosság) képesek lesznek-e döntéseiket az átmenetileg megváltozó inflációs környezethez igazítani. Esettanulmányunk eredményei alapján a várakozásokkal kapcsolatos stratégiai alapfeltevésünket továbbra is fenntartjuk, ám a lényegileg eltérő magyar tapasztalataink (lassan alkalmazkodó bérek, kisebb állami kereslet visszafogás) alapján előrejelzésünkben a felfelé mutató inflációs kockázatok között továbbra is szerepeltetjük (lásd. II.4. fejezet).

V. 5. Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása

Az alábbiakban a III.1.2 fejezetben bemutatott fiskális keresleti hatás elemzést egészítjük ki egyes államháztartási deficit mutatók részletesebb bemutatásával. Elemzésünk során – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – többféle hiány-kategóriát egymás mellett mutatunk be, mivel külön-külön mind csak szigorú feltevések mellett, csak egy-egy adott kontextusban jellemzi az államháztartás pozícióját; együttesen azonban lehetővé teszik az árnyalt elemzést.⁴¹

V-7. táblázat: A fiskális jelzőszámok várható alakulása
(a GDP százalékában)

Megnevezés	2003 előzetes	2004 előrejelzés	2005* feltevés
1) GFS-hiány	-5,8	-6,5	-4,7
2) ESA által alkalmazott korrekciók	0,0	+1,2	+0,4
3) ESA-hiány (1+2)	-5,8	-5,3	-4,3
4) Korrekció átmeneti tételekkel	-1,0	-0,7	-0,4
5) Kvázi-fiskális kiadások összesen	-1,5	-0,7	-1,0
6) Kiegészített (SNA) hiány (3+4+5)	-8,2	-6,8	-5,7
<i>Emlékeztető tételek:</i>			
<i>Fiskális keresleti hatás</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,0</i>
<i>Nominális GDP (milliárd Ft.)</i>	<i>18750</i>	<i>20550</i>	<i>22100</i>

**Normatív pálya, feltételezve azt, hogy a kormány által elfogadott „Magyarország középtávú gazdaságpolitikai programja” szerint 1 százalékpontos mértékben csökken az ESA-hiány a 2004. évre várhatóhoz képest. ** A kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása.*

A Parlament a költségvetési törvényt a Nemzetközi Valutaalap által 1986-ban bevezetett pénzforgalmi szemléletű, ún. *GFS* (pontosabban *GFS 86*) módszertan szerint fogadja el. Számos európai országban, így Magyarországon is a költségvetés tervezése és végrehajtása is ilyen elszámolásom alapszik. (Elemzésünkben szinonimaként használjuk a *GFS*, *GFS 86* és a pénzforgalmi egyenleg kifejezéseket.)

Az *ESA* (pontosabban: *ESA 95*) fiskális jelzőszám az EUROSTAT által alkalmazott hiány kategória. Elemzése abból a szempontból rendkívül fontos, hogy a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozásunk fiskális konvergencia kritériumának teljesülését e jelzőszám alapján vizsgálják.

A „*kiegészített*” *SNA* típusú hiánymutató olyan, az MNB-ben 1998-ban kialakított elemzési célú jelzőszám, amellyel a jegybank az állami szektor keresletre és a

⁴¹ Az itt alkalmazott hiánymutatókról ld. *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához* c. MNB kiadvány 75-80. oldalát.

megtakarítás-egyensúlyra gyakorolt hatását kívánja bemutatni, függetlenül az egyes tranzakciók hivatalos hiányban történő tényleges megjelenésének időpontjától. Léteznek ugyanis olyan rendkívüli állami transzferek (bankkonszolidációk, a MÁV hitelek átvállalása, stb.) amelyeknek a GFS és ESA típusú hiánymutatókban való megjelenésének időpontja esetleges, általában elszakad a valódi közgazdasági hatás (keresleti hatás) időpontjától. A *fiskális keresleti hatás*, ami a SNA-típusú hiány elsődleges egyenlegének éves változásaként áll elő, azt kívánja bemutatni, hogy az állami szektor milyen mértékben hat az aggregált keresletre (ezt elemezzük a III.1.2 fejezetben).

V. 5. 1. Az államháztartás 2003. évi pozíciójának alakulása

A 2003. évi *GFS*-hiány a GDP 1,3 százalékpontjával lett magasabb, mint az eredetileg elfogadott éves előirányzat. Megállapítható, hogy 2002. negyedik negyedétől belépő kormányzati intézkedések (béremelés a közszférában, a minimálbér adómentességének biztosítása) 2003. évi hatása olyan determinációt jelentett, amit csak részben sikerült évközben hozott intézkedésekkel ellensúlyozni, például a beruházási kiadások visszafogásával. Az államháztartás adóbevételeinek növekedése is – az átmeneti hatásokat kiszűrve – elmaradt a gazdasági folyamatokból adódó adóalapok bővülésének ütemétől. A 2003. évi várható *ESA*-deficit szintjét a GFS egyenleg alakulása determinálta, feltételezésünk szerint az *ESA*-deficit szintje nem fog lényegesen eltérni az államháztartás *GFS*-deficitjének a szintjétől. A „kiegészített” *SNA* típusú mutató 2003-ban 8 százalék feletti hiányt mutat, elsősorban a jelentős kvázi-fiskális kiadások következtében.

Az adóbevételek szerkezete tavaly a korábban feltételezettnél kedvezőtlenebbül alakult, az adóbevételek költségvetésben várt növekedése elmaradt, sőt még az adóalapok növekedése alapján várható bevétel sem realizálódott, de ezt az ÁFA visszatérítés megváltoztatásának hatása átmenetileg ellensúlyozta. Az ÁFA bevétel előirányzat – a költségvetést megillető nettó ÁFA bevétel – látszólag túlteljesült 2003-ban. A tavalyi költségvetési év során azonban összességében alulteljesült a bruttó ÁFA befizetés, a bevételek ilyen elmaradását azonban elfedte, hogy az ÁFA visszatérítések 2003. év nagy részében lelassultak a korábbi évek visszatérítési üteméhez képest, a visszatérítés időtartamának növelése miatt. Azaz, átmeneti hatású intézkedésből származó nettó bevételi többlettel kompenzálta a költségvetés bruttó bevételeinek tervezettől való tartós elmaradását. Számításaink szerint az ÁFA visszatérítések lassítása a GDP mintegy 0,9 százalékaival javította a költségvetés adóbevételi pozícióját 2003-ban. Ez is tükröződik abban, hogy a *GFS* és *ESA*-hiány 2003. évi szintje lényegesen alacsonyabb a „kiegészített” (*SNA*) deficitnél. Az adóbevételek elmaradása a várt bevételi szinttől a 2004. évi költségvetési előirányzatok tervezésén keresztül a 2004. évi egyenlegre is hatással lesz.

A 2003. évi *GFS* típusú (pénzforgalmi szemléletű) hiány szintjének ismeretében készítettünk becslést a 2003-ra adódó *ESA* módszertan szerint számított deficit várható szintjére. Az *ESA* módszertan szerinti eredményszemléletű államháztartási hiány várható szintjének számításakor a legutolsó publikált „elszámolási hidat” vettük figyelembe, amelyet a költségvetési törvényjavaslat is tartalmazott.

A 2003. évi *ESA*-hiányszint becslésénél elemzésünk lezárta még bizonytalansági tényezőt jelent az ÁFA bevételek eredményszemléletű elszámolása. Az *ESA* módszertan alapján a tárgyévet követő költségvetési év első havi bevétele és első

kéthavi visszatérítése visszakönyvelhető az előző évre. Ez a lehetőség, illetve az ilyen elszámolás akár a GDP 0,3-0,4 százalékpontjával korrigálhatja a bázisév (ebben az esetben a 2003. évi) ESA-hiányát⁴².

V. 5. 2. Előrejelzésünk 2004-re

Az államháztartás 2003. évi egyenlegének alakulása több szempontból is kedvezőtlen kiindulópontot jelent a 2004. évi deficit célok teljesíthetősége szempontjából. Az adóbefizetések – az átmeneti hatásokat is figyelembe véve, illetve azokat kiszűrve – vártnál alacsonyabb teljesülésének lesz áthúzódó hatása 2004-re, míg a beruházási kiadások tavalyi évre jellemző visszafogása csak átmeneti lehet, mivel a tavalyi beruházási ráta – a beruházási kiadások 2003-ban nominálisan is csökkentek – hosszabb távon nem fenntartható.

Alap-előrejelzésünk készítésekor a fontosabb bevételi előirányzatok teljesíthetőségét adónemenként tételesen vizsgáltuk meg, figyelembe véve az adónemek 2003. évi teljesülését, valamint a makrogazdasági pályára vonatkozó MNB előrejelzésből adódó hatásokat. A januárban bejelentett kiadáscsökkentő intézkedések maradéktalan megvalósítását is feltételeztük, oly módon, hogy a bejelentett kiadás-megtakarítás egészét effektívnek tekintettük⁴³. Előrejelzésünket a 2004. február 9.-éig ismerté vált intézkedések és makrogazdasági előrejelzések alapján véglegesítettük.

A pénzforgalmi szemléletű **GFS-hiány** előrejelzésünk az egyensúly jelentős romlását mutatja, aminek egy részét már az előirányzatok tervezésekor figyelembe vették. Az Unió csatlakozásunk következtében ugyanis a pénzforgalmi adóbevételek egy részénél a csatlakozásból adódó egyszeri adóbevétel-kieséssel lehet számolni. Valós bevételkiesésről természetesen nincs szó, itt az történik, hogy az import ÁFA bevallása a jelenlegi rendszerhez képest időben 1-2 hónapot csúszni fog, így az átállás évében e miatt bevételkiesés jelenik meg a pénzforgalmi kimutatásokban. (Az eredménysszemléletű ESA elszámolás ezt a hatást kikorrigálja, hiszen ebben az esetben a bevételek nem valós kieséséről van szó.) A beruházásokat és a deficitet növeli ezen felül az EU források igénybevételéhez szükséges társfinanszírozás, 2004-ben ezek a kiadási tételek már a GFS egyenleg részét képezik (például infrastrukturális beruházások).

Táblázatunk részleteiben, főbb komponensekre bontva hasonlítja össze GFS-hiány előrejelzésünk eltérését a költségvetési előirányzattól. Megállapíthatjuk, hogy az eltérések többségét az adóbevételek eltérő előrejelzése okozza: a magasabb inflációs és lakossági fogyasztás előrejelzésünk ellenére (ld. alábbi táblázat második sorában) az idei évre előirányzottnál összességében 376,5 milliárd forinttal kevesebb adóbevételt jelzünk előre. A központi kiadásoknál illetve a helyi önkormányzatoknál általunk várt kisebb nagyságrendű eltérésekkel együtt, a teljes mértékben figyelembe vett januári

⁴² Az előrejelzés számszaki részének lezárásakor még nem ismert a februári ÁFA visszatérítés tényszáma, ezért nem mondható meg pontosan, milyen mértékben módosítja ez az elszámolási lehetőség a GFS és ESA közötti hidat a két év között. (Elvileg ez növelheti a 2003. évi ESA-hiányt, átmenetileg javítva ezzel a 2004. évi ESA-deficit szintjét.)

⁴³ A kijelölt pénzügyminiszter által január elején meghirdetett 120 milliárd forintnyi kiadás megtakarítást a GFS egyenleg szintjén *nettó* 120 milliárd Ft. megtakarításként vettük figyelembe, a tavaly eldöntött 35 milliárd Ft-os előirányzat zárolást is effektívnek tekintettük.

deficit-csökkentő csomag ellenére (ld. az ötödik sorban) összesen a GDP 2 százalékának megfelelő pénzforgalmi deficit túllépésre számítunk.

V-8. táblázat: Az előrejelzésünk eltérése a 2004. évi költségvetési törvényben elfogadott költségvetési előirányzatoktól, pénzforgalmi (GFS) szemléletben*
(milliárd Ft-ban)

		Állami költségvetés						7 Helyi önkorm.	Államháztartás összesen 8 = 5+6+7	
		1	2	3	4	5 = 1+2+3+4	6		8a	8b
		ÁFA	TÁSA	SZJA	TB- járulék	Bevétel	Kiadás		mrd Ft.	GDP százalék
i)	2003. évi bázis hatása	-120,4	-28,1	-34,4	-32,4	-215,3	-6,4	0,0	-221,7	-1,1
ii)	Makrogazdasági pályák különbsége	+60,1	0,0	-2,7	-4,4	+53,0	-10,4	0,0	+42,6	+0,2
iii)	„Adóbeszedés, ellenőrzés javulása”	-40,0	-27,2	-4,0	-9,5	-80,7	-6,0	0,0	-86,7	-0,4
iv)	Egyéb**	-50,8	-7,0	-42,7	-1,9	-102,5	-168,8	-19,7	-291,0	-1,4
v)	Új intézkedés hatása	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	+155,0	0,0	+155,0	+0,8
Összesen		-151,1	-62,3	-83,8	-48,3	-345,5	-32,5	-19,7	-401,8	-2,0

*A negatív előjel az egyenlegre gyakorolt hatást mutatja, azaz kisebb bevételt és a nagyobb kiadást jelöli.

**Ide soroltuk például a különféle adókedvezmények várható teljesülésére vonatkozó eltéréseket és a kamategyenleg tervezettől várható eltérését.

A részleteket tekintve elmondható, hogy alap-előrejelzésünk a költségvetés **bevételei** oldalán számol olyan jelentős mértékű kieséssel, melyet nem lesz képes ellensúlyozni a költségvetés kiadás megtakarításokkal.

A főbb **adóbevételek** 2004. évi előirányzatát több mint 215 milliárd Ft-tal felültervezettnek látjuk, mivel a tavalyi évi tényleges adóterhelés elmaradt a költségvetés tervezésekor feltételezettnél (lásd V-8. táblázat első sorát). Ezen belül, a pénzforgalmilag realizált bruttó *ÁFA* befizetések 2003-ban elmaradtak attól a dinamikától, amelyet a fogyasztás növekedése indokolt volna. Számításaink szerint a bruttó *ÁFA* befizetés már 2002-től kezdve a hosszú távú trendje alá került, ez a folyamat 2003-ban felerősödött⁴⁴. Előrejelzésünk szerint 2004-ben ez a tendencia nem folytatódik, a bruttó *ÁFA* befizetés dinamikája a trendnek megfelelően alakul, de annak eredeti szintjére nem tér vissza. Önmagában emiatt előrejelzésünk az előirányozottnál 120 milliárd forinttal kevesebb *ÁFA*-bevétellel számol. *Társasági adóbevételeknél* (TÁSA) a 2003. évi bázishatásból adódó bevétel-kieséssel számolunk, valamint az adókulcs csökkentéséből adódó nagyobb bevételkiesésre számítunk. A fentiek felül, az adóbevételek 2003. évi alacsony teljesülése következtében az *SZJA* és a *TB* járulék bevétel is elmarad idén előrejelzésünk szerint az előirányzott szinttől, összesen közel 70 milliárd forinttal.

⁴⁴ A jelenség hátterében részben az állhat, hogy az eva bevezetésével a befizetések egy része átcsoportosult az eva bevételekhez.

Az MNB és a kormány eltérő várt *makrogazdasági pályájából* 50 milliárd Ft-ot meghaladó eltérés adódik (ld. V-8. tábla második sorában), de a másik irányban. Itt ugyanis az MNB számít többlet-bevételekre, mivel a fiskális előrejelzésünk alapjául szolgáló saját makrogazdasági pálya mentén magasabb inflációra és magasabb fogyasztás volumenre számítunk. (Ezt a hatást ugyanezen makrogazdasági változók miatt egyes kiadás tételek magasabb indexálása tompítja, ld. alább.)⁴⁵

Egyik adónemnél sem számolhatunk az *adóbeszedés hatékonyságának javulásából* származó költségvetési többlet-bevétellel (lásd V-8. táblázat 3. sorát), mivel az ezt megcélzó intézkedések részleteit nem ismerjük, és a nemzetközi tapasztalatok szerint ez csak egy hosszabb folyamat eredménye lehet. Emiatt előrejelzésünkben nem érvényesítettünk összesen közel 90 milliárd forintnyi többlet adóbevételt (illetve kiadási oldalon az ellenőrzés javulásából előirányzott gyógyszerkiadás-megtakarítást, ld. alább).

Az adóbevételi oldalon az ún. *egyéb eltérések* közül (lásd V-8. táblázat 4. sorát) kiemelendő hogy az ÁFA bevételeknél az egyszerűsített vállalkozói adó (eva) kör vártnál nagyobb bővülése, valamint az import ÁFA befizetéseknél az önbevallásra való áttérésből adódó időbeli csúszás a pénzforgalmi ÁFA bevételeket mérsékli. A személyi jövedelemadónál a bázis elmozdulásának hatásán felül az elfogadott költségvetési előirányzathoz képest nagyobb bevétel kiesést várunk, például a Sulinet program adókedvezményénél, a lakáscélú megtakarításokhoz kapcsolódó adókedvezményénél, valamint a cégautó esetében.

Kiadási oldalon kiemeljük, hogy 2004-re az előirányzottnál nagyobb *nyugdíjkiadással* számolunk (lásd V-8. táblázat 6. oszlopának 2. sorát), mivel inflációs előrejelzésünk – ahogy jeleztük fent –, magasabb annál, amelyre a költségvetést tervezték (sőt, 2004-ben a nyugdíjas infláció magasabb lehet az átlagos inflációnál). Itt említjük azt is, hogy az előirányzott *gyógyszer-támogatási* keretet alultervezettnek látjuk, egyrészt a vártnál nagyobb 2003. évi kifizetések miatt (lásd V-8. táblázat 6. oszlopának 1. sorát), másrészt itt sem számolunk az ellenőrzés hatékonyságának növeléséből előirányzott kiadás-megtakarítással.

A társadalombiztosítási alrendszerben összesen 52 milliárd forintot meghaladó kiadástúllépéssel számolunk, amiből a fent jelzetten túl még 36 milliárdot a táblázat „egyéb” tételei között (a 4. sorban) szerepeltettünk. Ide tartozik, hogy a gyógysértámogatási rendszerben a tavalyi év végén tervezett intézkedések előirányzatban szereplő hatásával nem számolunk, mivel az intézkedés részletei nem ismertek kellőképpen. Itt szerepel az is, hogy bizonyos, nehezen tervezhető kiadási előirányzatokat a múltbeli tapasztalatok és saját előrejelzésünk fényében túl alacsonynak tartunk (például táppénz, özvegyi nyugdíj kiadás).

Ezen felül, a V-8. táblázat 4. sorában, az „egyéb” kiadási eltérések között a *lakástámogatások* nyílt végű kiadási előirányzatánál 55 milliárd Ft. körüli előirányzat túllépéssel számolunk, a 2003. második félévében tapasztalt – vártnál dinamikusabb –

⁴⁵ Jelezzük, hogy mindeközben az MNB a bruttó keresetek némileg alacsonyabb dinamikáját prognosztizálja 2004-re, mint amelyet az elfogadott költségvetés feltételezett, emiatt kismértékű adóbevétel-kieséssel számolunk a direkt adóknál (lásd fenti táblázat 5. oszlopának második sorát).

hitelállomány-bővülés alapján. (A lakástámogatási rendszer 2003. év végi szigorításának inkább 2005-től lesz jelentős hatása, ld. V. 3 fejezet). Az "egyéb" kiadási kategórián belül maradvány, a január végi hozamgörbéből kiindulva a pénzforgalmi *kamatkiadásoknál* várunk jelentős eltérést az előirányzathoz képest. Az Államadósság Kezelő Központ január végén nyilvánosságra hozott finanszírozási tervének ismeretében – felhasználva az MNB január végi zéró kupon hozamgörbe becslésének adatait – a 2004. évi pénzforgalmi kamategyenleg előreláthatólag mintegy 80 - 85 milliárd Ft-tal lehet magasabb a költségvetési törvényben előirányzott szintnél.

A helyi önkormányzatoknál a GDP 0,1 százalékaival nagyobb deficitet várunk az előirányzott szinthez képest. Előrejelzésünk szerint az elfogadottnál magasabb lesz a dologi és beruházási kiadások teljesülése, amelyet csak részben ellensúlyoz az általunk várt többlet-bevétel (lásd V-8. táblázat 7. oszlopát).

Az V-8. táblában „Új intézkedés hatása” soron vettük figyelembe a január végéig bejelentett addicionális kiadás-csökkentő intézkedések hatását, feltételezve azt, hogy a bejelentett kiadásmérséklés maradéktalanul teljesül, azaz teljes mértékben (nettó módon) pénzforgalmi kiadás megtakarítást jelent.

A pénzforgalmi deficit mutató fent kifejtett ideai romlásával szemben az **ESA** szerinti deficit-jelzőszám az egyenleg ideai évi kismértékű javulását mutatja. Az ESA módszer szerint alkalmazott korrekciók hatása ugyanis 2004-ben átlagon felüli mértékben javíthatja az ESA egyenleget, mert a pénzforgalmi és eredményszemléletű ÁFA bevételek között nagy eltérés várható. Jelezzük, hogy a nagyfokú módszertani bizonytalanság miatt az ESA módszer szerint alkalmazott korrekciók 2004. évi mértékére teljes körű becslést nem készítettünk. Elfogadtuk azt a mértéket, amelyet az ÁKK Rt. januárban nyilvánosságra hozott finanszírozási terve és a PM által bejelentett 2004. évi ESA-deficit cél teljesítése közötti eltérés implicit módon feltételez. ⁴⁶

A fiskális politika egy másik, elemzési célú mérőszámához, az ún. „**Kiegészítő**” (SNA) **deficithez** meg kell tisztítanunk a fenti hiány mutatókat az átmeneti tételektől és ki kell egészítenünk a fenti mutatók által definiált államháztartáson kívüli kvázi-fiskális kiadásokkal. Az átmeneti tételek korrekciójának leginkább az ÁFA visszatérítések esetében van szerepe. Másrészt azokat a kiadásokat nem vesszük figyelembe, amelyeknek keresleti hatása már nincsen, így például a magántőke bevonásával végzett beruházások utólagos részletfizetéseit, az utólagosan átvállalt adósságokat. A kvázifiskális kiadások között vettük figyelembe a veszteséges állami nagyvállalatok (MÁV, BKV) várható 2004. évi veszteségét, valamint a GFS egyenlegben nem szereplő egyéb kvázifiskális típusú tevékenységhez kötődő kiadásokat, például az ÁPV Rt. szélesebb értelemben vett kiadásait. Itt szerepelnek az állam olyan beruházásai, amelyek nem a költségvetési előirányzatokat terhelik, hanem a magántőke bevonásával történik

⁴⁶ A GFS és ESA-deficit közötti híd tartalmazza a pénzforgalmi kamategyenleg eredményszemléletű korrekcióját is, az MNB számításai szerint a kamategyenleg korrekciója is javítja az ESA-deficit egyenlegét. Ennek oka az, hogy a pénzforgalmi elszámolás a kuponhatást teljes egészében a kibocsátás évében számolja el, az eredményszemléletű számbavétel azt a teljes futamidőre elosztja. Az eredményszemléletű korrekció alkalmazásának fontosságára utal, hogy 2003-ban a pénzforgalmi kamatkiadások mintegy 90 milliárd Ft-os előirányzat-túllépése eredményszemléletű elszámolás alapján nem jelentkezett.

finanszírozásuk, illetve az ilyen típusú beruházási kiadásokra vonatkozó becslésünket. A tavalyi évhez képest a kvázifiskális kiadások mérséklődését a magántőke bevonásával végrehajtott kiadások visszaesése okozza.

Az államháztartás teljes keresleti hatását reprezentáló „Kiegészítő” (SNA) jelzőszám a deficit-szint jelentős javulását mutatja, valamint a fiskális kereslet erőteljes szűkítését jelzi (ld. a III.1.2 fejezetben).

2004-es előrejelzésünk bizonytalansága

Idei évre vonatkozó előrejelzésünk pénzforgalmi szemléletben jelentős bizonytalanságot tartalmaz (ld. V-9. tábla). A GFS egyenleg előrejelzésünk kockázati eloszlása, lényegében determinálja az ESA egyenlegre való előrejelzésünket. Látható, hogy szélsőségesen kedvezően alakuló GFS egyenleg esetben elérhetővé válhat a kormányzat által kitűzött 4,6 százalékos ESA-deficit cél. Előrejelzésünk során mindvégig bizonytalanságot jelentett az, hogy az ESA módszertan hazai alkalmazása még nem tekinthető véglegesnek, ezért az általunk előre jelzett ESA-hiány szintje módszertani okok miatt is elmozdulhat. A keresleti hatásra vonatkozó előrejelzésünk kockázati megoszlása szimmetrikus, a január végig bejelentett költségvetési megszorító intézkedéseken felül további egyenlegjavító intézkedésekkel előrejelzési elveinknek megfelelően nem számolunk.

V-9. táblázat: A 2004-es GFS és ESA-hiány előrejelzésünk bizonytalansága
(a GDP százalékában)

GFS-deficit alap – előrejelzése: -6,5 százalék			
A bázisidőszak ÁFA kiesése visszafordul	0,4	Vártnál nagyobb ÁFA kiesés (EU csatlakozás)	- 0,4
Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	0,2	Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	- 0,1
Beruházások kivitelezése húzódik	0,1	Egyes nyitott kiadások további túllépése (például bázis vagy intézkedések kisebb hatása miatt)	- 0,1
		A fiskális folyamatok (önkormányzat, intézmény) nagyobb ellentételező hatása	- 0,3
Kamatkiadás túllépése kisebb, mint ami a jelenlegi feltételekből adódna	0,3	Kamatkiadás túllépése nagyobb, mint ami a jelenlegi feltételekből adódna	-0,3
GFS-deficit szélső esetben	-5,5	GFS-deficit szélső esetben	-7,7
GFS – ESA híd feltevés +1,2			
Kisebb kamattúllépés eredményszemléletű korrekciója	-0,1	Csatlakozás miatti ÁFA kiesés és kamattúllépés eredményszemléletű korrekciója	0,5
ESA-deficit szélső esetben	-4,4	ESA-deficit szélső esetben	-6,0

Ha ÁFA befizetések dinamikájának elmúlt két évben tapasztalt tendenciája visszafordul, s az ÁFA befizetések az év során fokozatosan visszaállnak a trendre, akkor akár 80 milliárd forintnyi nettó ÁFA bevételi többlet is realizálódhat alap-előrejelzésünkhöz képest. Az Uniós csatlakozásunk következtében, a belföldi fogyasztás átmeneti

visszaeséséhez kapcsolódó ÁFA bevételek átmeneti kiesésének kockázata a GDP 0,4 százalékát is elérheti. A korábban csatlakozó országoknál – eltérő mértékben és eltérő időhorizonton – megfigyelhető volt ilyen jellegű bevétel kiesés.

A kamategyenleg várható alakulásának kockázata szimmetrikus, szélsőséges esetben a pénzforgalmi kamatkiadások 60 milliárd forinttal is eltérhetnek a január végén előre jelzett szinttől, a kevésbé változékony eredményszemléletű kamategyenleg alakulásának kockázata szintén szimmetrikus, a kockázat mértéke mintegy 20 milliárd Ft-ra becsülhető. Kamategyenleg előrejelzésünk bizonytalansága abból fakad, hogy bár az államadósság jelentős hányada fix kamatozású adósság, a hozamgörbe esetleges elmozdulása befolyásolhatja az államháztartás 2004-es kamategyenlegét.

Egy, a vártnál magasabb infláció az adóalapok növekedésén keresztül növeli a várható adóbevételeket, a magasabb infláció a nyugdíjak indexálása miatt automatikusan többlet kiadással is jár, összességében a GDP 0,1 százalékát elérő nettó bevételi többlet realizálását tartjuk reális kockázatnak.

A nyílt végű kiadási előirányzatok közül a gyógyszer-támogatásoknál, a táppénz kifizetéseknél és a lakástámogatási kiadásoknál (bázishatás miatt) látunk kockázatot a nagyobb kiadás irányába, a kockázatok nagyságrendje a GDP 0,1 százalékára tehető.

A költségvetési fejezetek és intézményi előirányzatok bejelentett visszafogása, arra készítheti a költségvetési intézmények egy részét, hogy a korábbi évekről áthúzódott pénzmaradványaik egy részével fedezzék hiányzó forrásaikat.

A helyi önkormányzatok számára az ajánlott 6 százalékos béremelés teljes egészét nem tartalmazza a központi költségvetés által biztosított normatív támogatás, ezért amennyiben az önkormányzatok egy része effektív kiadás megtakarításokkal nem teremti meg a többlet bérkifizetések fedezetét, akkor azt eladósodással finanszírozhatják. Becslésünk szerint összességében a GDP 0,3 százalékát is elérheti az intézmények alulfinanszírozásából adódó kockázat.

V. 5. 3. Előrejelzésünk 2005-re

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, ezért erre az évre egy kockázat (illetve szabály-) alapú és egy feltételes (ún. normatív) előrejelzést készítettünk. Ez utóbbi képezi a *Jelentés* alap-szcenárióját; először ezt mutatjuk be; míg az előbbi a kockázatok bemutatásának lesz az eszköze.

V-10. táblázat: A fiskális jelzőszámok különböző előrejelzései 2005-ben

(a GDP százalékában)

	1	2	3	4 = 3 – 2
Hiány-mutatók	2004 alap- előrejelzés	2005 <i>szabályalapú</i>	2005 alap- előrejelzés (normatív pálya)	Kockázat
GFS-hiány	-6,5	-7,5	-4,7	+2,8
ESA-hiány	-5,3	-7,1	-4,3	+2,8
Kiegészített (SNA) hiány	-6,8	-8,1	-5,7	+2,4

Normatív *alap-előrejelzésünk* készítésekor abból a feltételes esetből indultunk ki, hogy a kormány által jóváhagyott középtávú tervben foglalt évi 1 százalékos GDP arányos államháztartási egyenlegjavulás 2005-ben megvalósítható lesz⁴⁷. A normatív pálya esetében sem kerülhető meg, hogy az ESA-deficiten kívüli tételekre ne készítsünk becslést, a rendelkezésünkre álló információk alapján (különösen az ún. kvázifiskális tételek esetében, mint a MÁV és BKV eladósodása, stb.).

Mivel alap-előrejelzésünk normatív pálya, ezért részleteit önállóan nem becsültük meg. Jelezzük azonban, hogy a bevételek növelésére összességében nem számítunk, feltételezzük, hogy elsősorban a folyó kiadások csökkentésével (a bérek és a dologi kiadások mérséklése révén), továbbá a beruházási kiadásoknál elért megtakarításokkal fog alkalmazkodni a költségvetés. Feltételezzük, hogy a GFS egyenlegben jelentkező beruházási kiadás csökkenés egy részének ellensúlyozása a kvázifiskális kiadások növelésén keresztül történhet (például egyes beruházások részben vagy egészben magántőkével történő finanszírozása révén), ezzel tehermentesítve a pénzforgalmi hiányt. Feltételezzük, hogy a pénzforgalmi hiány szintjének mérséklésén keresztül valósulhat meg az ESA-deficit szintjének tervezett csökkentése.

Ezen a normatív alappályán a GFS és ESA közötti elszámolások hídjának – nagyfokú bizonytalansággal terhelt – becslése során a kamategyenleg eredményszemléletű korrekciójára részletes saját becslést készítettünk. Az eredményszemléletű adóbevételekre vonatkozóan feltételeztük, hogy a 2004. évihez hasonló egyszeri javító hatás (az EU miatti pénzforgalmi adóbevétel-kiesés eredményszemléletű korrekciója) már nem jelentkezik, ezért a pénzforgalmi és eredményszemléletű adóbevételek eltérésére a múltbeli átlagos értéket vettük alapul előrejelzésünkben. Ezen túlmenően az

⁴⁷ „Magyarország középtávú gazdaságpolitikai programjáról az uniós csatlakozás megalapozásához” című 2003-ban elfogadott középtávú terv szerint 2005-ben az előző évhez képest a GDP 1 százalékával javul az államháztartás ESA szerinti egyenlege. A kormány 2003-ban ezt a tervet küldte el az Európai Bizottságnak, mint a kormány hivatalos programját.

ÁPV Rt. deficitjének előrejelzésekor a 2003. és 2004. évi előirányzatainak átlagával számoltunk.

A normatív pályán az ESA és a „kiegészített” SNA jelzőszámok közötti átmeneti tételek korrekciójának ugyanaz az indoka, amelyet a 2004. évi előrejelzésünk során már részletesen elmondtunk. A kvázifiskális kiadások között vettük figyelembe a veszteséges állami nagyvállalatok (MÁV, BKV) várható 2005. évi veszteségét, valamint a GFS egyenlegben nem elszámolt kvázifiskális típusú veszteségeket és az állam olyan beruházásait, amelyek nem a költségvetési előirányzatokat terhelik, hanem a magántőke bevonásával finanszíroznak, illetve az ilyen beruházási kiadások becslését.

A 2005-ös előrejelzésünk bizonytalansága – egy alternatív pálya

A normatív előrejelzés mellett az *alternatív*, szabályalapú előrejelzésünk készítésének célja az, hogy a most látható determinációk figyelembevételére olyan kockázatalapú előrejelzést adjon, amely megmutatja, hogy a fiskális politika beavatkozása nélkül hogyan alakulna az államháztartás egyensúlya. Szabályalapú előrejelzésünkben adódó pályát tekintjük a normatív (feltételes) alap fiskális pálya megvalósulásához képest olyan szélső kockázatú pályának, amely a bekövetkező „legrosszabb” fiskális pályát mutatja be, szélsőségesen magas hiányszintek mellett (lásd az V-10. táblázat 2. oszlopát).

Szabályalapú előrejelzésünk rögzített elvek alapján készül, a nemzetközi standardok (például OECD-ben alkalmazott szabályok) szerint.⁴⁸

Összességében, szabályalapú előrejelzésünk szerint 2005-ben az államháztartási minden egyenleg mutatónk a hiány emelkedését mutatja. Ennek hátterében az áll, hogy determinációként jelentkezik egyrészt az EU-hoz kapcsolódó elszámolások költségvetési szinten 2003-hoz képest romló egyenlege; másrészt a már eldöntött adó- és kiadási intézkedések összehatása jövőre deficit-növelő lesz.

Bevételi oldalon általánosságban azzal számolunk, hogy az adóbevételek a ma ismert törvényi adókulcsok és makrogazdasági előrejelzés szerinti adóalapok által határozódnak meg jövőre. Kivétel, ahol tudjuk, hogy lesz változás. Így a fentieknek megfelelően számításunkban figyelembe vettük, hogy a tételes egészségügyi hozzájárulás 2005. évi csökkentését már hivatalosan bejelentették, illetve hogy az EU csatlakozás teljes év hatása vámbevétel kiesést jelent. Ezek miatt az államháztartás adóbevételei a GDP arányában az idei évhez képest mérséklődnek (közel fél százalékpont).

Kiadási oldalon a költségvetési automatizmusok hatását (például nyugdíjak indexálása) teljes egészében figyelembe vettük, s ezeken felül csak a már hivatalosan eldöntött és kellő részletezettséggel kidolgozott, hivatalosan bejelentett és/vagy már törvénybe is iktatott intézkedések hatásával számoltunk. Kiadási oldalon így számoltunk azzal, hogy a 13. havi nyugdíjkifizetés – idei évhez képest – további 1 héttel történő növelését már törvénybe foglalták. Szintén törvény rendelkezik az özvegyi nyugdíjak 2004. novemberi emeléséről, aminek a 2005-re áthúzódó hatását is figyelembe vettük. Szintén

⁴⁸ A szabályalapú, determinációkat tükröző pálya elvi kialakításáról és számításáról lásd *Jelentés az infláció alakulásáról* 2003. augusztusi számunk V.2. fejezetét, illetve [az OECD anyagát \(www.oecd.org\)](http://www.oecd.org).

számoltunk az ún. lakásépítési kedvezmény ("szocpol" támogatás) 2004. évi emelésének teljes évi 2005-ös hatásával. Törvényi determinációként vettük figyelembe a közszférában a 2004. évi 13. havi juttatás 2005. januárra történő halasztását is. Az EU csatlakozás miatt növekszik befizetési kötelezettségünk, amellyel szintén számoltunk.

A beruházási kiadásokat tekintve, szabályalapú előrejelzésünk azt feltételezi, hogy minden beruházási kiadás része lesznek a hivatalos költségvetési hiánynak (azaz nem keletkeznek azt átmenetileg "tehermentesítő" kvázi-fiskális kiadások).⁴⁹ Beruházási determinációként annyival számoltunk, amennyi az EU-társfinanszírozás növekménye lesz.

⁴⁹ Előrejelzésünk lezártakor még nem volt ismert az M5 autópálya kivásárlásának konstrukciója.

A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998. november

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

1999. március

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólió-átrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

1999. június

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

1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztói árindex: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?	18
A tranzakciós pénzkereslet alakulása a dél-európai országokban	28
Miért használunk negyedéves adatokat a külkereskedelem értékelésénél?	37
A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra	41
Mi állhat a meglepő foglalkoztatás-bővülés háttérében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
1. A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
2. Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46

3. Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
4. A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
5. Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
6. "Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok" – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
2003. május	
1. Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
2. A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
2003. augusztus	
1. Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
2. A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
3. Kibocsátási rés becslések Magyarországra	78
2003. november	
1. Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
2. Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
3. Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
2004. február	
1. A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	
2. A fogyasztás-lassulás dezinflációs hatásai	
3. A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	
4. Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	
5. Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	