



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2004. MÁJUS

Az elemzés a MNB Közgazdasági főosztályán készült, 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, Jakab M. Zoltán, Kátay Gábor, Kiss Gergely, Kovács Mihály András, Krekó Judit, Lovas Zsolt, Orbán Gábor, Oszlay András, Pula Gábor, Reppa Zoltán, Sisakné Fekete Zsuzsa, Szemere Róbert, Tardos Károly Gergely és Virág Barnabás. A *Jelentésben* szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály, a Pénzpolitikai főosztály és a Statisztikai főosztály további munkatársai is.

A *Jelentés* készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól, és a Monetáris Tanácstól is, amely 2004. május 3-i és 17-i 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	3
Az alap-szenárióbeli előrejelzések összefoglaló táblázata	9
I. PÉNZÜGYI PIACOK	10
<i>I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés</i>	<i>10</i>
<i>I. 2. Árfolyam-alakulás</i>	<i>13</i>
<i>I. 3. Hozamok</i>	<i>17</i>
<i>I. 4. Monetáris kondíciók</i>	<i>21</i>
II. ELŐREJELZÉSEINK FELTEVÉSEI	24
<i>II. 1. Részletek</i>	<i>24</i>
III. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	27
<i>III. 1. Az infláció alakulása 2004 I. negyedévében</i>	<i>27</i>
<i>III. 2. Az inflációs várakozások alakulása</i>	<i>30</i>
<i>III. 3. Inflációs kilátások</i>	<i>34</i>
III. 3. 1. Inflációs előrejelzésünk	34
III. 3. 2. Az alap-szenárió részletei	37
IV. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	42
<i>IV. 1. Kereslet</i>	<i>42</i>
IV. 1. 1. A külső kereslet alakulása	43
IV. 1. 2. Az államháztartás helyzetének alakulása	46
IV. 1. 3. A lakossági fogyasztás, beruházás illetve megtakarítás	52
IV. 1. 4. Vállalati beruházások és készletfelhalmozás	58
IV. 1. 5. Külkereskedelem	60
IV. 1. 6. Külső egyensúly	62
<i>IV. 2. Termelés</i>	<i>65</i>
V. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG	67
<i>V. 1. Munkaerő-felhasználás</i>	<i>68</i>
<i>V. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség</i>	<i>72</i>
<i>V. 3. Bérinfláció és versenyképesség</i>	<i>74</i>
VI. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	82
<i>VI. 1. Háttér-információk előrejelzéseinkhez</i>	<i>82</i>
VI. 1. 1. A májusi alap-előrejelzésünk változásai februárhoz képest	82
VI. 1. 2. Előrejelzéseink összevetve más intézetek prognózisaival	85
<i>VI. 2. A Negyedéves Előrejelző Modellről</i>	<i>88</i>
<i>VI. 3. Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?</i>	<i>90</i>
VI. 3. 1. Az eredményszemléletű (ESA-95) módszertan szerinti kamategyenleg	91

VI. 3. 2. A pénzforgalmi (GFS) módszertan szerinti kamategyenleg	91
VI. 3. 3. Összehasonlítás – a hozamok változásának hatása a kamategyenlegre	92
<i>VI. 4. Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében</i>	93
<i>VI. 5. A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről</i>	99
VI. 5. 1. Mit szűr ki ez a mutató? Az indirekt adókról általában	99
VI. 5. 2. Nemzetközi gyakorlat	100
VI. 5. 3. Változatlan adótartalmú árindex számítása Magyarországon	100
VI. 5. 4. Az új inflációs mutató értelmezése	101
<i>VI. 6. Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára</i>	102
VI. 6. 1. Minimálbér-korrekció a múltban	102
VI. 6. 2. Minimálbér-korrekció új módszertana	103
VI. 6. 3. Eredmények	105
<i>VI. 7. Mit mutat a legyezőábra?</i>	107
VI. 7. 1. Milyen kockázatokat tartalmaz a legyezőábra?	107
VI. 7. 2. A legyezőábra értelmezése	108
VI. 7. 3. A bizonytalansági eloszlás meghatározása	108
VI. 7. 4. Nemzetközi összehasonlítás	109
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei	111

ÖSSZEFOGLALÓ

A forintbefektetések kockázati megítélése javult

A forinteszközök kockázati megítélése a februártól április végéig tartó időszakban javult, részben globális, részben ország-specifikus tényezőknek tulajdoníthatóan. Ennek hátterében részben az állt, hogy 2004 első negyedévében általában a feltörekvő piacokkal kapcsolatos befektetői bizalom is kedvezően alakult. Április során ugyanakkor a fejlett országok kamatemelési ciklusának várt időpontja közelebb került, ezért számítani lehet arra, hogy a közeljövőben csökken a globális „kockázati étvágy”.

A regionális kockázatok február óta nem mérséklődtek, a lengyelországi politikai bizonytalanság miatt a pénzügyi fertőzés veszélye felerősödött. Ezzel együtt a forintbefektetések megítélésére kedvezően hatott a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak enyhülése, valamint a konjunkturális feltételek javulása, bár a fundamentumok értékelésében továbbra is megosztott a piac.

Felértékelődés bizonytalanság mellett

A forinteszközök javuló kockázati megítélésének tulajdoníthatóan február és április között a forint árfolyama felértékelődött. A piaci várakozások, valamint a portfóliótőke-beáramlás lejáratú összetétele azonban azt mutatják, hogy a bizonytalanság hosszabb távra vonatkozóan még nem mérséklődött jelentősen, ami sérülékennyé teszi az árfolyam-alakulást.

Csökcentek a rövid hozamok, de ez nem járt a hosszú távú kockázati megítélés javulásával

Eltérő folyamatok alakították a rövid és hosszú hozamokat február és május eleje között. A rövidtávú makrogazdasági folyamatok kedvezőbb piaci megítélése a rövid hozamok csökkenését okozta, ugyanakkor a távolabbi időpontokban a forint és euró származtatott forward hozamok közötti különbség nem csökkent, így az elmúlt hónapokban nem javult érdemben a forinteszközök hosszú távú kockázati megítélése. A piaci szereplők körében nem csökkent a konvergencia pályá körüli bizonytalanság, egyelőre ugyanis nem látják a magyar gazdaságpolitika konvergencia melletti határozott elkötelezettségét.

2004 első negyedévében megugrott az infláció

A fogyasztóiár-index 2004 első negyedévében 6,8 százalék volt, ami jelentős emelkedés a tavaly utolsó negyedévi 5,4 százalék után. Az infláció növekedését elsősorban az indirekt adók év eleji emelése okozta.

Ezt jelzi a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) által bevezetett ún. változatlan adótartalmú indexnek (VAI) a teljes fogyasztóiár-indextől elmaradó növekedése, amely szerint az idei év eleji indirektadó-emelések márciusig az inflációt mintegy 1,6 százalékponttal emelték.

Figyelemre méltó fejlemény volt, hogy az első negyedévben a feldolgozatlan élelmiszerek körében stagnált az áremelkedés üteme. Figyelembe véve azonban az áfaemelést, ez a nettó árak csökkenését jelenti, azaz nem folytatódott a tavaly őszi erőteljes árnövekedés. Ez részben átmeneti hatásokat tükröz, részben azonban már összefügghet az EU-csatlakozás élelmiszerpiaci dezinflációs hatásainak – vártnál korábbi – megjelenésével.

Az első negyedév másik fejleménye volt, hogy a szabályozott árak jelentősen nőttek, elsősorban az áfaemelés, a környezetterhelési díj bevezetése és a gyógyszerek támogatásának januári csökkenése miatt.

Az inflációs várakozások ellentmondásosak

Az inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések szerint az előző negyedévi drasztikus emelkedés után jelentősen csökkent a vállalati szektor jövőbeli inflációs várakozásokra vonatkozó érzékelése, ugyanakkor a lakossági várakozások a korábbi magas szinten stagnáltak. Eközben a professzionális elemzők rövid távú inflációs előrejelzései mérséklődtek, hosszabb távú előrejelzéseik ugyanakkor januárhoz képest még mindig magas szinten állnak. Összességében még nem lehet eldönteni, hogy az idejű indirektadó-emelések hatása emelte-e tartósan az inflációs és bérvárakozásokat.

Alap-előrejelzésünk feltételes jellegű; egy lehetséges szcenáriót mutat be

A bank korábbi gyakorlatának megfelelően alap-előrejelzésünk továbbra is feltételes jellegű, azaz a lehetséges "forgatókönyvek" közül egy olyat számszerűsít, amely ezen feltételek jövőbeli érvényesülése mellett valósulna meg.

Konkréten, a fiskális politika esetében a kormány kinyilvánított hiánycsökkentési szándékát, az euró/dollár árfolyam illetve az olajárak tekintetében pedig lényegében az adott piacok véleményét vesszük alapul. A monetáris politikai változókra sem adunk saját előrejelzést, hanem előrejelzésünk készítéséhez a forint/euró árfolyam és a forint hozamgörbe közelmúltbeli változatlan értékeit használjuk, annak érdekében, hogy ne előlegezzük meg a monetáris politikai döntéseket.

Ennek megfelelően az így kapott inflációs előrejelzés csak akkor valósulhatna meg, ha a forint árfolyam az előrejelzési időhorizontig az elmúlt egy hónap, azaz április átlagos értéke körül ingadozna. Az előbbi feltétel a forintárfolyam február óta bekövetkezett felértékelődése miatt a korábbiaknál szigorúbb monetáris kondíció hipotetikus alapul vételét jelenti az előrejelzésben.

A változatlan kamatokra vonatkozó feltevést a hozamgörbe május 4-i állapotának rögzítése testesíti meg. A május 3-i MNB kamatcsökkentés hatását már tartalmazó pálya egy fokozatos kamatkonvergencia pálya mentén a hazai kamatszint euróövezetbelihez való közeledését feltételezi.

A fiskális politikát illetően egy normatív fiskális pályával, a kormány május 13-án bejelentett konvergencia programjának megfelelően 2005-re fél százalékos kiigazítással számolunk. Az infláció szempontjából fontos tényező az is, hogy a támogatott gyógyszereknél a 2004. áprilisi árcsökkenés hatásának fennmaradásával kalkulálunk teljes előrejelzési horizontunkon.

Az inflációs várakozásokkal kapcsolatos stratégiai feltevésünk szerint az indirekt adók emelése miatt bekövetkező 2004-es inflációgyorsulás után nem számolunk az inflációs várakozások tartós emelkedésével.

Az olajáraknál az áprilisi átlagos futures pályát használjuk, ami – az ezzel párhuzamosan az áprilisi szinten feltételezett dollár/euró árfolyam mellett – az olajárszint áprilisi, magas szintjéről fokozatos csökkenését vetíti előre.

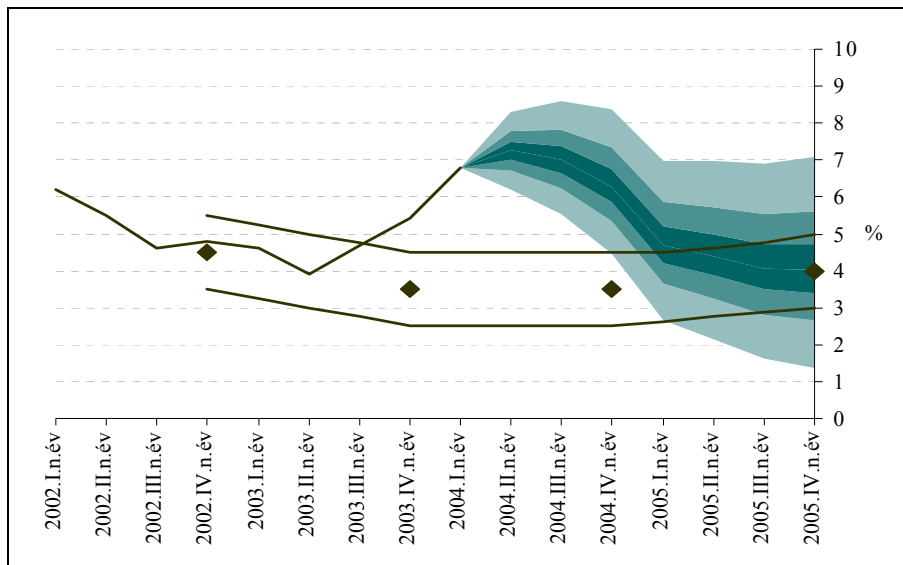
A korábbiaknál

Mostani *Jelentésünk*től kezdődően az inflációs előrejelzésben az alap-

*nagyobb
hangsúlyt adunk
a legyezőábrának*

előrejelzésnél nagyobb hangsúlyt adunk a legyező-ábrának, ami megítélésünk szerint jobban tükrözi a közgazdasági logikát, másrészt enyhít a feltételes előrejelzés pontszerű értékének változékonyságán, amit a szabály-alapon kialakított feltevéseink változékonysága okoz.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



*2004 második
felétől a
feltételezett
monetáris
kondíciók mellett
a dezinfláció
újraindulhat*

Az előrejelzésünkben feltételezett szinten változatlan forint árfolyam és hozamgörbe esetén, 2004 második felében az infláció – az év első felét jellemző emelkedés után – gyors csökkenésnek indulna. Míg a jövedékiadó-emelések az év közepéig emelik a maginflációs indexet, a fogyasztóiár-indexszel párhuzamosan később a maginfláció is lassulásnak indul. Amennyiben a jövőben a feltételezett forint árfolyam érvényesülne, az idén jellemzően az import-költségek csökkentésén keresztül fejtené ki dezinflációs hatást. A dezinflációt keresleti oldalról a lakossági fogyasztási dinamika számottevő mérséklődése támogatja.

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

Az adott feltevések mellett 2005-ben további dezinfláció várható. A jövő év elején, a 2004-es indirektadó-emelések bázisból való kikerülésével az adott feltevések mellett a fogyasztóiár-index 5 százalék alá csökkenhet.

Kínálati oldalon jövőre már az alacsonyabb inflációhoz való határozottabb vállalati bérezésbeli alkalmazkodásra számítunk, ami a fajlagos bérköltségek emelkedésének lassulásán keresztül mérsékelheti az inflációt. A feltételezett forint árfolyamszint ekkor már inkább közvetett módon, jellemzően a munkapiacon keresztül fejtené ki dezinflációs hatást. Keresleti oldalról a némileg gyorsuló, de az elmúlt évekhez képest továbbra is alacsony ütemben növekvő fogyasztás nem jelent számottevő inflációs nyomást. A gazdasági kibocsátás jövőre is alatta marad a kapacitások adta potenciális szintnek; ami hosszabb távon szintén dezinflációs hatású. A fenti hatások eredőjeként, a korábban bemutatott feltevések – ezen belül is, különösképpen a feltételezett forint árfolyam – mellett alap-szcenáriónkban 2005 decemberére az inflációs

cél, azaz 4 százalékos körüli fogyasztóiár-index adódik.

*Inflációs előre-
jelzésünk
csökkent a
februárhoz
képest*

Összességében a monetáris politika szempontjából releváns hosszabb, 2005-ös horizonton, az adott feltevések mellett az inflációra vonatkozó előrejelzés alacsonyabb értéket eredményez, mint a korábbi Jelentésünkben közölt érték. A legyezőábrában is megjelenített kockázatokat tekintve, míg februárban 2005 végére nagy valószínűséggel 4-5 százalékos közötti infláció adódott az akkor használt feltételezések alapján, beleértve egy jelentősen gyengébb árfolyam feltevést is, addig a mostani számításaink szerint az infláció nagy valószínűséggel inkább a 3,5-4,5 százalékos sávban lehetne, ha feltevéseink – és ezen belül különösen az árfolyam –, jövőbeli alakulása nem térne el jelentősen a jelenlegi értékétől.

Az előrejelzés csökkenése több tényezőtől adódik. Az alap-szenárióbeli előrejelzést az eltérő árfolyamon kívül mérsékeli, hogy most vettük figyelembe a kormány gyógyszerár-csökkentő beavatkozásának hatását is. Ide tartozik még, hogy az inflációra ezen a horizonton erős hatást gyakorló lakossági fogyasztási kereslet 2003-2005 során várhatóan alacsonyabb szint mentén alakul, mint azt februárban prognosztizáltuk. Szintén az alap-előrejelzést mérsékelték az első negyedéves tapasztalatok alapján csökkentett élelmiszerár-előrejelzésünk is.

Az alap-előrejelzés mérséklődése mellett csökkentette a felfelé mutató inflációs kockázatok mértékét, hogy értékelésünk szerint a februárban vártnál kedvezőbb 2004-es év eleji inflációs adatok enyhíti az inflációs várakozások tartós megemelkedésének a kockázatát.

*Gyorsuló
gazdasági
növekedés*

2004-2005-ben a gazdasági növekedés némi gyorsulására számítunk 2003-hoz képest. A növekedés jellege azonban eltér az utóbbi néhány évben tapasztalttól, azt a belső kereslet helyett már inkább a külső konjunktúra fogja táplálni. Számításaink szerint 2004-ben a bruttó felhalmozás nagymértékű gyorsulása a lakossági fogyasztás jelentős lassulását túlkompenzálva, járul hozzá egy magasabb GDP növekedéshez. 2005-ben a nettó export válik a legfontosabb növekedési tényezővé, a felhalmozás és a lakossági fogyasztás üteme lassul.

*A fiskális
keresletszűkítés
jövőre enyhébb
lehet*

Korábbi gyakorlatunknak megfelelően 2004-ben az ismert költségvetési intézkedések és a várható folyamatok alapján előrejelzést adunk az államháztartási hiány szintjére és a keresletre gyakorolt várható hatására. 2005-ben továbbra is egy normatív pályával számolunk.

A 2004-es várható ESA hiányról alkotott képünk érdemben nem változott. A február óta napvilágot látott részletek a takarékosági intézkedésekről némileg javítják a hiány szintjét, míg a várható makrogazdasági pályában bekövetkezett elmozdulások (a februári *Jelentésünkben* számítottnál alacsonyabb lakossági fogyasztás és fogyasztóiár-index) némileg emelték azt. Ezen hatások eredőjeként becsléseink alapján további hiánycsökkentő intézkedéseket látunk szükségesnek az idei évre kitűzött 4,6 százalékos ESA-hiányra vonatkozó cél eléréséhez.

2005-ben jelenlegi előrejelzésünkben a korábban a PEP-ből meghatározott

egy százalékos ESA-hiánycsökkentés felével számolunk a kormány konvergencia programjának megfelelően.

Korábbi gyakorlatunknak megfelelően 2005-re bemutatunk egy alternatív fiskális pályát is, amely kizárólag a jelenleg hivatalosan már eldöntött intézkedések illetve fiskális determinációk jövő évi hatását számszerűsíti. Ez jövőre a hiány jelentős emelkedését vetíti előre. Ennek – ESA-szemléletben, a GDP arányában több mint két százalékpontos – eltérése a kormány által meghirdetett hiánycsökkentési pályától a jelenlegi intézkedésekkel még le nem fedezett fiskális kockázat mértékét érzékelteti.

*Gyorsan bővülő
feldolgozóipar,
lassuló
szolgáltató-
szektor*

2003 utolsó negyedében és ez év első felében a vállalati szektor jelentős élénkülését tapasztalhattuk. Az aktivitás emelkedése azonban nem mutatott szektorálisan egységes képet. Míg a feldolgozóipar kibocsátása igen élénken reagált a külső konjunktúra élénkülésére, addig a szolgáltatószektor – részben a belső piacbővülés lassulásával összefüggésben – enyhe lassulást mutatott. Előrejelzési horizontunkon is e kettős tendencia fennmaradását valószínűsítjük: a növekedés hajtóerejét inkább a feldolgozóipari, mint a szolgáltató szektor adja majd, jelentős lassulásra ugyanakkor ez utóbbi esetében sem számítunk.

*Dinamikus
külpiazi
részesedés
növekedés*

Az ipari szektor dinamikus élénkülését mutatja az is, hogy a hazai vállalatok a felvevőpiac bővülési üteménél jóval nagyobb mértékben voltak képesek növelni eladásait, aminek következtében a hazai vállalatok külpiazi részesedése 2003-ban számottevően emelkedett. Mivel előrejelzésünkben idén illetve jövőre is dinamikus exportbővüléssel számolunk, a külpiazi részesedés jelentős növekedését várjuk a továbbiakban is.

*A vállalati
beruházási
aktivitás
jelentősen gyorsult*

A vállalati aktivitás élénkülésével párhuzamosan a vállalati beruházások is jelentősen gyorsultak, különösen az utolsó negyedévi adatok bizonyultak kiugróan magasnak. A beruházási aktivitás élénkülése azonban – hasonlóan a kibocsátásnál megfigyeltekhez – szektorálisan eltérő elmozdulásokat tükrözött. Míg a feldolgozóipari beruházások kiugró mértékben gyorsultak a szolgáltató szektorra inkább a stagnálás volt jellemző. Előrejelzési horizontunkon a vállalati beruházások dinamikus bővülésére számítunk, ugyanakkor nem gondoljuk, hogy a 2003 végén bekövetkezett kiugró mértékű bővülés a következő negyedévek folyamán fennmaradna.

*Lassuló
lakossági
fogyasztás-
bővülés,*

Tavaly – a nemrég revideált KSH adatok szerint – a lakossági fogyasztás folyamatos lassulását figyelhettük meg; összhangban a korábbiakhoz képest mérséklődő reáljövedelem-dinamikával.

Az idei év elejére a rövid távú indikátorok a fogyasztás további jelentős lassulására utalnak 2004 első felében, amit egyrészt a rendelkezésre álló jövedelem bővülésének mérséklődése, másrészt a lakáshitelek támogatási rendszerének szigorítása okoz. 2004 végétől kezdve a lakossági reáljövedelem gyorsulásával összhangban a fogyasztás ismét enyhe gyorsulásnak indulhat.

*de rövidtávon
még dinamikus
lakossági*

Továbbra is igen magas maradt azonban a lakásépítések növekedése. A 2004 első negyedévi adatok az építési engedélyek magas szintjét mutatták, amelyek meghatározó hatással lesznek a 2004-es lakossági beruházási aktivitásra. 2005

<i>beruházások</i>	folyamán ugyanakkor – elsősorban a tavalyi szabályozóváltozások késleltetett hatása miatt – a lakossági beruházások jelentős mérséklődésére számítunk.
<i>Stagnáló bérinfláció, lassan bővülő foglalkoztatottság</i>	A munkapiac tavalyi év végi és idei első negyedévi adatai nem mutattak érdemi változást 2003 közepéhez képest. Összességében tovább stagnált a versenyszféra bérinflációja, amely a foglalkoztatottság lassú bővülésével párosult. A jelenség mögött az ipari és a szolgáltató szektorok igen eltérő viselkedése állt. A feldolgozóiparban továbbra is inkább lazább, míg a szolgáltató-szektorban igen feszes munkaerő-piacot figyelhettünk meg. Míg az előbbi esetében a lassan mérséklődő bérinfláció a foglalkoztatás csökkenésével párosult, addig a szolgáltató-szektorban a stagnáló, enyhén gyorsuló bérinfláció dinamikus foglalkoztatás-bővüléssel járt együtt. Ezzel egyidejűleg az állami szférában folytatódott a bérnövekedési ütem mérséklődése a foglalkoztatás csökkenése mellett.
<i>A bérinfláció mérséklődésére csak később számítunk</i>	Rövid távon a bérinfláció stagnálását, esetleg enyhe csökkenését várjuk. Hosszabb távon alap-előrejelzésünkben a bérinfláció határozottabb mérséklődésére számítunk, alacsonyabb fogyasztási kereslet prognózisunkkal és az erősebb forint-árfolyam feltevésével konzisztensen.
<i>Javuló külső egyensúly mellett fokozatosan csökkenő folyó fizetési mérleg hiány</i>	<p>Előrejelzési horizontunkon a feltételezett fiskális konszolidáció illetve a lakossági megtakarítások emelkedése következtében a külső egyensúly javulása várható. Ez a gazdaság – a fizetési mérleg folyó és tőkemérlegét együttesen tartalmazó – ún. külső finanszírozási igényének határozott csökkenésében mutatkozik meg; miközben – részben módszertani okból – a folyó mérleg hiánya eleinte csak kismértékben fog javulni.</p> <p>A külső egyensúly alakulását áttekintve megállapíthatjuk, hogy tavaly a gazdaság külső finanszírozási igénye jelentősen emelkedett, amit – a továbbra is magas állami finanszírozási igény szint mellett – a lakosság finanszírozási kapacitásának csökkenése okozott. Előrejelzési horizontunkon az állami szektor finanszírozási igényének fokozatos mérséklődése és a lakosság finanszírozási kapacitásának emelkedése a gazdaság külső finanszírozási szükségletének határozott csökkenését vetíti előre. A gazdaság külső finanszírozási igénye így a tavalyi 9 százalékos GDP-arányos szintről idén 7,6 százalék, jövőre 6 százalék körüli szintre csökken.</p> <p>Eközben a folyó fizetési mérleg hiánya szerényebb javulást fog mutatni. 2004-ben ugyanis az EU-val kapcsolatos pénzügyi kapcsolatok – módszertani okból – növelik a folyó fizetési mérleg hiányát. Így – a külső finanszírozási igény mérséklődése ellenére – idén a hivatalos folyó fizetési mérleg hiánya euróban nézve emelkedik, és a GDP arányában is csak kismértékben mérséklődik. 2005-től mind a külső finanszírozási igény, mind a folyó fizetési mérleg hiány mutatók a külső egyensúly erőteljesebb javulását tükrözik.</p>

Az alap-szcenárióbeli előrejelzések összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek, ld. a II. fejezetet;
az előző év azonos időszakához képest, százalék, ha másképp nem jelezzük)

	2002	2003	2004	2005
	Tény		Alap-előrejelzés	
Fogyasztóiár-index				
December	4,8	5,7	6,0	4,0
Éves átlag	5,3	4,7	6,9	4,3
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP alapon)	0,8	0,5	1,7	2,2
Lakossági fogyasztás	9,3	6,5	2,1	1,1
Állóeszköz-felhalmozás	8,0	3,0	9,2	3,2
<i>Belföldi felhasználás</i>	5,4	5,5	3,4	1,9
Export	3,7	7,2	10,8	9,2
Import	6,2	10,3	10,3	7,1
GDP	3,5	2,9	3,4	3,4
Folyó fizetési mérleg hiány				
A GDP százalékában	7,1	8,9	8,3	7,1
Milliárd euróban	4,9	6,5	6,7	6,2
Államháztartás				
ESA-hiány a GDP százalékában	9,3	5,9	5,3	4,8
Keresleti hatás	4,2	(-0,2)	(-1,6)	(-0,3)
Munkapiac				
Nemzetgazdaság összesen bérinfláció ¹	15,8	10,6	8,1	6,8
Nemzetgazdaság összesen foglalkoztatottság	0,0	1,3	0,9	0,2
Versenyszféra bérinfláció	12,3	8,5	8,4	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság ²	(-0,4)	1,0	1,6	0,4

¹ Államháztartásnál általunk becsült éves átlagos bérinflációval számolva, melyben a 2005. januárjában esedékes 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük.

² A KSH munkaerő-felmérése (MF) szerint.

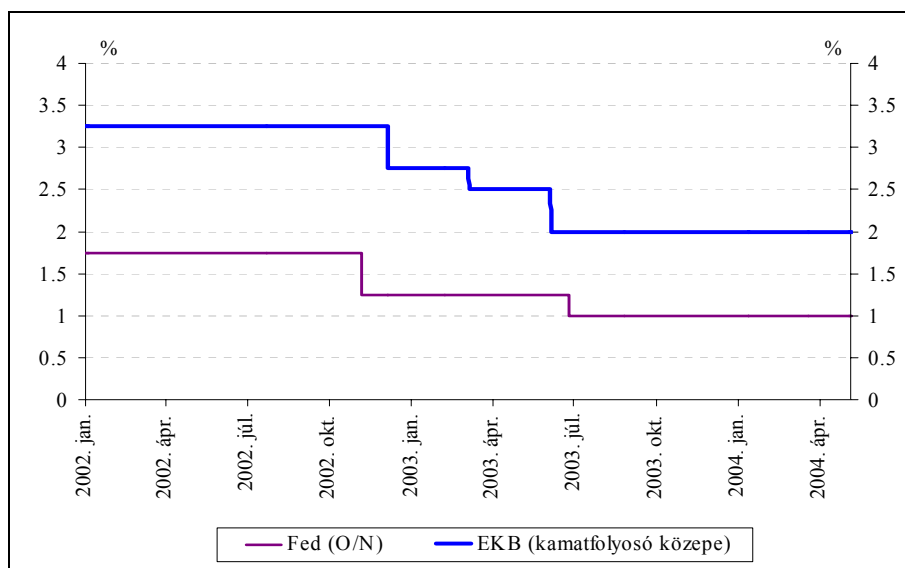
I. PÉNZÜGYI PIACOK

I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés

Kis méretű, nyitott tőkepiacú országként Magyarország pénzügyi piacaira nagy hatással van a globális konjunktúra és ezzel összefüggésben a külföldi kamatok alakulása, illetve a globális kockázati megítélés. Mivel Magyarországot a legtöbb külföldi befektető jelenleg is a feltörekvő piaci kategóriába sorolja, a forintbefektetések iránti kereslet változásaiban szerepet játszik kockázatvállalási hajlandóságuk, „kockázati étvágyuk” alakulása is.

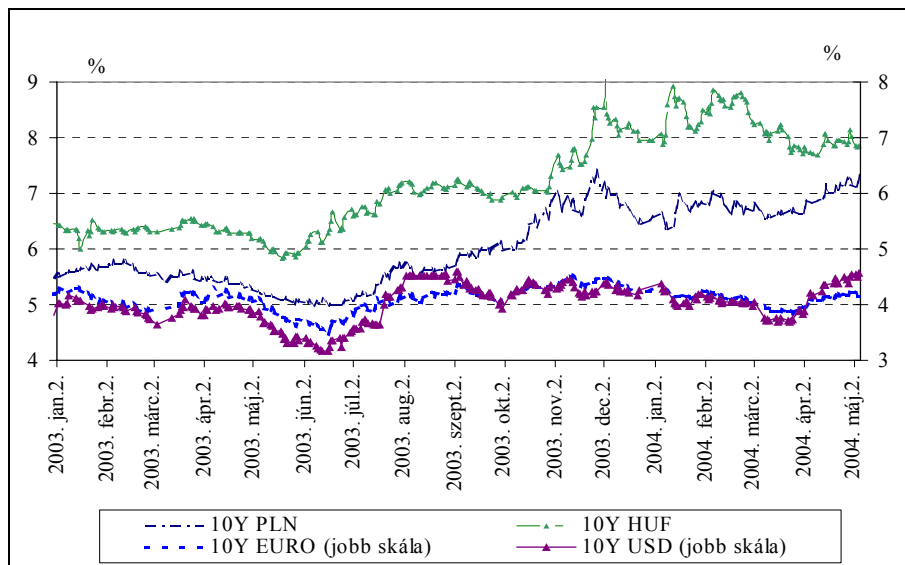
Bár a Fed és az EKB irányadó kamatai egyelőre változatlanul a 2003 nyara óta fennálló alacsony szinten állnak, középtávon már a kamatemelési ciklus kezdetére számítanak a piacok. Az amerikai makroadatok egy része már hosszabb ideje a konjunktúra élénküléséről tudósít, az utóbbi hetekben pedig a korábban ellentmondásos munkaerőpiaci folyamatok, illetve az infláció alakulása is a fellendülés irányába mutattak. A Fed elnökének nyilatkozatai nyomán április folyamán határozottan közelebb került az amerikai kamatciklus kezdetének várt időpontja: április végére a 30 napos Fed funds futures-ökbe már az augusztusi lejáraton beárazódott egy 25 bázispontos kamatemelés. Ezzel összefüggésben az eurózóna kamataira vonatkozó várakozások szintén megváltoztak az elmúlt időszakban. Az egyre közeledő Fed-szigorítás és a legutóbbi *Jelentésünk* óta 8 százalékkal felértékelődő dollár lehűtötte a korábbi kamatsökkenési várakozásokat az eurózónában, és a jövő évről az idei év végére hozta előre a szigorítás várt időpontját.

I-1. ábra Fed és EKB irányadó kamatok



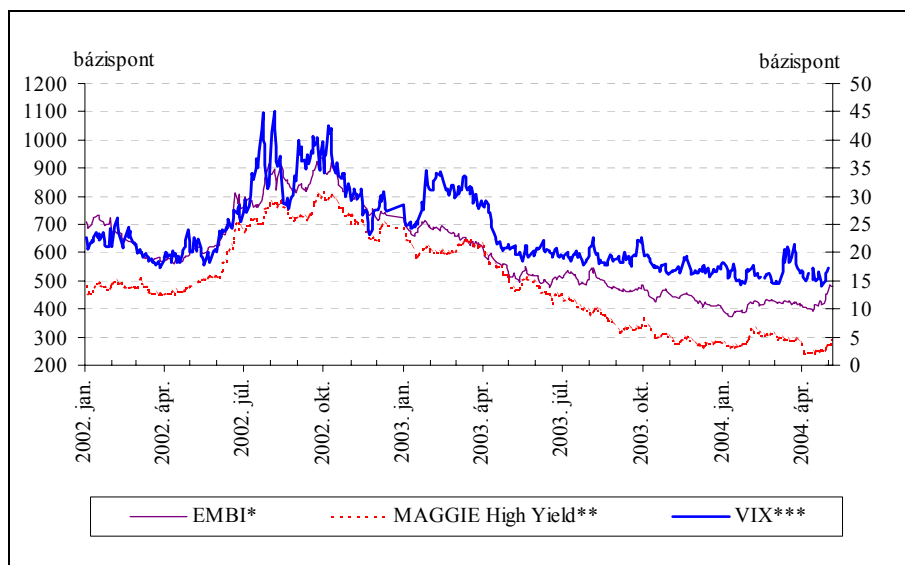
A két kulcsdeviza rövidtávú kamataira és a hosszabb távú konjunkturális feltételekre vonatkozó várakozások megváltozása a korábbi alacsony szintjükről fölfelé mozduló hosszú hozamokban is megmutatkozott. Áprilisban az amerikai tízéves benchmark hozamok több mint 70 bázisponttal emelkedtek, az európai hozamok pedig, bár valamivel kisebb ingadozást mutatnak, követték az amerikai hozamokat.

I-2. ábra: 10 éves benchmark hozamok



Az alacsony dollár és euróhozamok, illetve kisebb részben a feltörekvő piacokról érkező, a makrostabilitás szempontjából pozitív jelek hatására a múlt év végére történelmileg alacsony szintre estek a globális kockázati mutatók. Nem zárható ki, hogy a februári-márciusi időszakban a fejlett országokban végbement látványos hozamesés a kockázati étvágy növekedésével is együtt járt. Az említett epizód, illetve az április elején bekövetkezett trendforduló hatása egyelőre nem tükröződik a globális kockázati mutatókban. A feltörekvő országok átlagos országgkockázatát kifejező EMBI-index szinten maradt, bár az eurókötvények kamatfelárát mutató Maggie jelentős mértékben csökkent április első felében. Ennek ellenére számítani lehet arra, hogy a közeljövőben a fejlett országok kamatainak emelkedése együtt jár majd a „globális kockázati étvágy” mérséklődésével, ami a feltörekvő piaci eszközök iránti kereslet csökkenésével, a kamatfelárak emelkedésével járhat együtt.

I-3. ábra: Globális kockázati mutatók



*EMBI Global Composite – A JP Morgan-Chase által számolt, szuverén és kvázi-szuverén kibocsátók dollárban denominált kötvényeinek kamatfelár-indexe

**MAGGIE High Yield – A JP Morgan-Chase által számolt, euróban denominált vállalati és államkötvények, jelzáloglevelek kamatfelárának indexe (bp)

***VIX – Az S&P500-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás

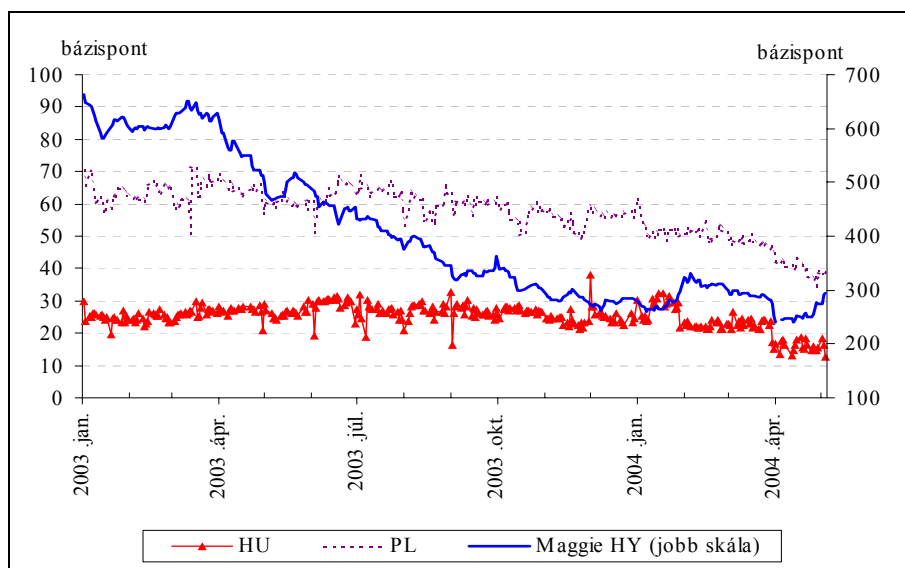
A fejlett országok emelkedő kamatszintje miatt megnövekedett globális kockázat mellett felerősödött a régiós fertőzés veszélye is. Lengyelországban a növekvő belpolitikai feszültségek jelentik a bizonytalanság fő forrását: Leszek Miller lengyel miniszterelnök május elsejével lemondott kormányfői tisztségéről, az új kormányfő-jelölt támogatottsága pedig egyelőre kérdéses. A politikai bizonytalanság az új kormány felállításáig várhatóan fennmarad, ez azonban elhúzódhat akár a nyár végéig is. Március elején ugyan elfogadták a befektetői hangulat szempontjából kritikus jelentőségű fiskális reformcsomag első elemeit, amelyet a zloty erőteljes felértékelődése követett, azóta azonban megkérdőjeleződött a fiskális reformhoz szükséges politikai támogatás. Többek között a fiskális pályával kapcsolatos kockázatok miatt változtatta negatívra a zloty és a devizaadósság hitelbesorolási kilátását április közepén a Standard&Poor's hitelminősítő intézet. A romló kockázati megítélés következtében a 10 éves lengyel állampapírok hozamai az elmúlt időszakban a 10 éves euróhozamoknál valamivel nagyobb ütemben emelkedtek.

A forintszeközök kockázati megítélését nagyban befolyásolták mind külső eredetű, mind országspecifikus fejlemények. Március során a 10 éves forint benchmark hozamok számottevően, 70-80 bázisponttal csökkentek, ami részben a hosszú euróhozamok csökkenésének, részben pedig a hazai fundamentumok javuló befektetői megítélésének következménye lehetett. Elsősorban a folyó fizetési mérleg középtávú fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak mérséklődtek; a piaci értékelésekben már nem jelenik meg egy közeljövőben lezajló jelentősebb árfolyam-korrekció szükségessége. Ehhez hozzájárult a folyó fizetési mérleg tavalyi hiányának februári revíziója 4,6 milliárd euróról 4,2 milliárdra, illetve az idei első negyedév adatai is, amelyek a korábbinál kedvezőbb képet mutatnak a külső egyensúlyról. A nettó export kedvező alakulása és a csökkenő fogyasztási dinamika mellett felfutó beruházások javuló konjunkturális feltételeket, valamint az egyensúly szempontjából kedvezőbb GDP-szerkezetet vetítenek előre. A piaci elemzők egy része

ugyanakkor továbbra is törékenynek látja a hazai fundamentumokat; ez tükröződik a hosszú lejáratú forintszkzök iránti visszafogott érdeklődésben is, illetve a Fitch februári bejelentésében, amely szerint a hitelminősítő intézet továbbra is fenntartja a hazai (forint- és deviza-) államadósság negatív kilátását.

Az országkockázatot tükrözö eurókötvény-felárok Magyarországon és Lengyelországban is hirtelen és nagymértékben csökkentek március végén. Ezt a fejleményt azonban a hitelminősítői és befektetői értékelések fényében nehéz lenne ország- vagy régióspecifikus kockázatok mérséklődésével összekapcsolni. Ezt az is alátámasztja, hogy a csökkenéssel egyidőben a kockázatosabb eurókötvények kamatfelárát jelző Maggie-index is esett.

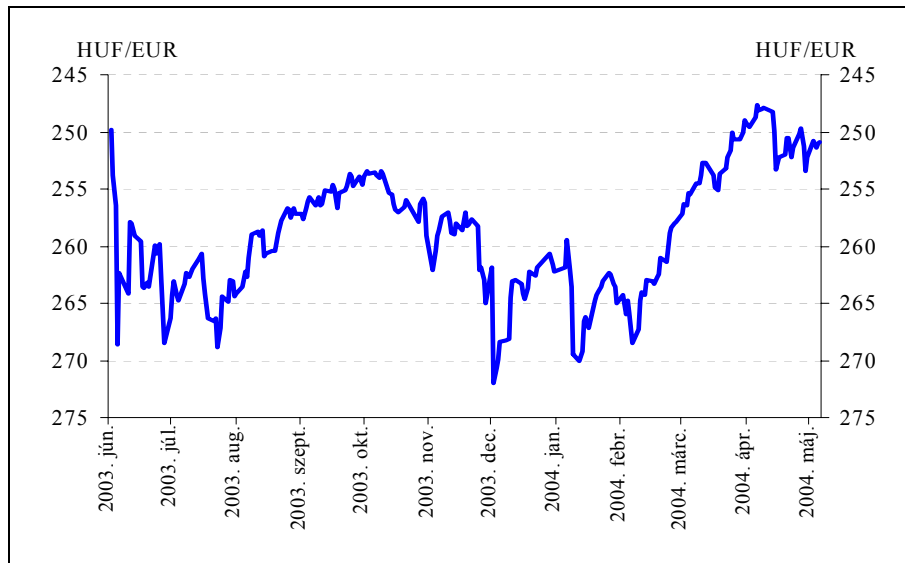
I-4. ábra: Lengyel és magyar szuverén eurókötvények kamatfelára és a *Maggie High Yield* kockázati mutató



I. 2. Árfolyam-alakulás

Az előző *Jelentés* publikálása és a 2004 áprilisa közötti időszakban a forint árfolyama jelentős mértékben, mintegy 4 százalékkal felértékelődött, s egyúttal a volatilitása is számottevően csökkent. A forint erősödése valójában korábban, már február elején kezdődött, és az árfolyam pályáját április közepéig – az előző év végi, rendkívül volatilis periódussal ellentétben – egy meredek felértékelődési trend jellemezte. E trend április közepén megtört és egy kisebb korrekció következett be, az így kialakult árfolyam azonban még így is jóval erősebb a 2003 júniusa óta jellemző szintnél.

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

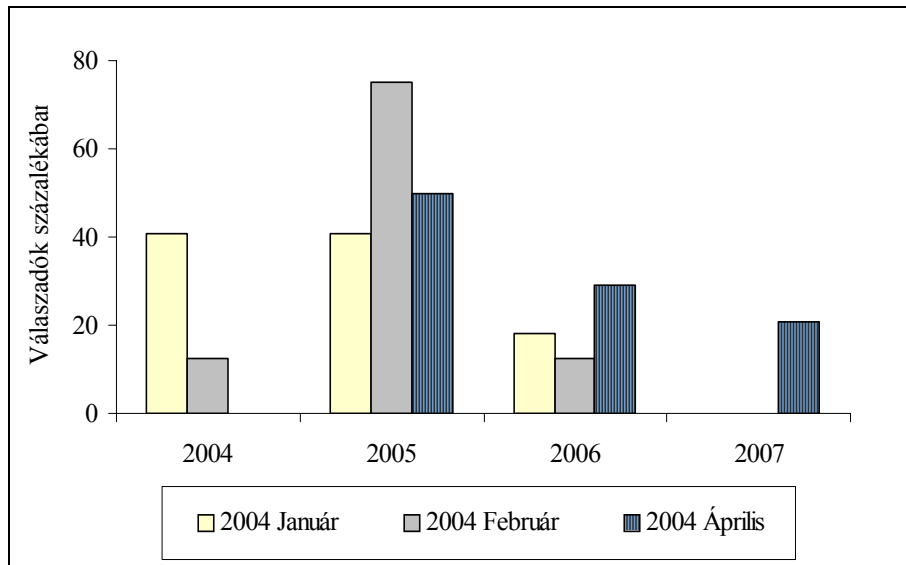


Az árfolyam február-áprilisi alakulását ország-specifikus és külső tényezők egyaránt befolyásolták. A nemzetközi „kockázati étvágó” február-márciusi erősödése hozzájárulhatott a forint felértékelődéséhez ebben az időszakban. A forint április közepén bekövetkezett gyengülésében pedig már elképzelhető, hogy szerepe volt az USA kamatemelési várakozások nyomán mérséklődő kockázatviselési hajlandóságnak, valamint a lengyel események folytán erősödő regionális bizonytalanságnak is.

Az ország-specifikus tényezők közül kiemelendő a makrogazdasági fundamentumok megítélésének javulása. Bár a piaci szereplők még megosztottak a folyó fizetési mérleg és a konjunkturális kilátások javulásának tartósságát illetően, a befektetési banki elemzésekben, úgy tűnik, háttérbe szorult az a vélekedés, hogy a külső egyensúlyi helyzet fenntarthatatlan pályára került. Emiatt jelentősen csökkent egy rövidtávon várt, nagymértékű leértékelődés valószínűsége, ami a forinthozamoktól elvárt kockázati prémium mérséklődését és az árfolyam erősödését eredményezte.

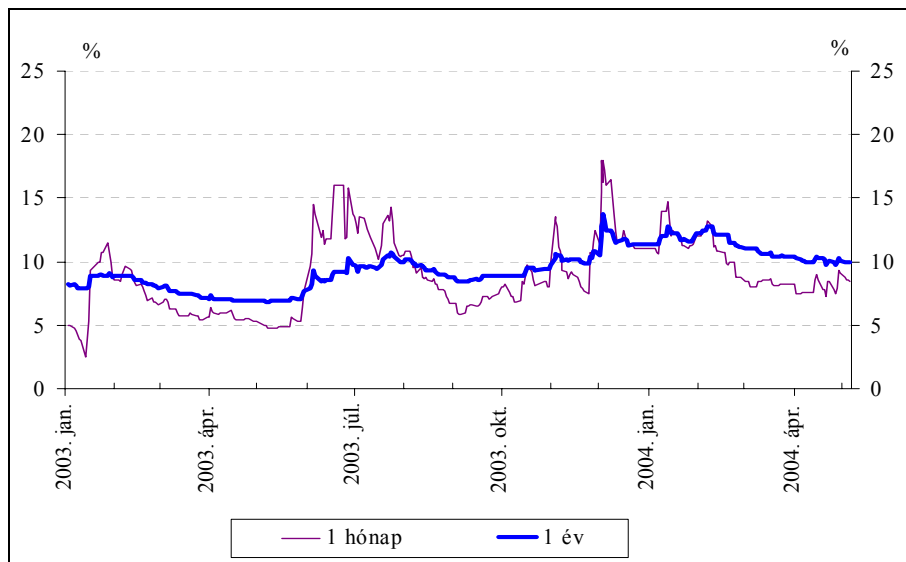
A rövidtávú leértékelődési várakozások mérséklődéséhez hozzájárulhatott az a tény is, hogy a jegybanki és kormányzati kommunikáció hatására számottevően későbbre tolódott az ERM II csatlakozás várt időpontja. A Reuters felmérése szerint áprilisban a makro-elemzők már 2005-2007-re várták az ERM II árfolyam-mechanizmusba történő belépést, ami nagyjából egy éves csúszást jelent a január-februárban várt 2004-2006-os dátumhoz képest. Mivel a piaci szereplők egy része a jelenlegi sávközép körül várja az ERM II középparitást, a belépés várt dátumának kitolódásával mérsékelődtek a rövidtávú leértékelődési várakozások.

I-6. ábra: Az ERM II csatlakozás várt dátumának eloszlása a Reuters felmérésében



Bár összességében mérséklődött az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanság, több jel is azt mutatja, hogy a forintoszközök befektetői megítélésének javulása zömmel a rövidebb időhorizontot érintette. Hosszabb távon a bizonytalanság továbbra is számottevő. Erre utal az árfolyam jövőbeli alakulásának bizonytalanságát tükröző, opcióárakból számított implikált volatilitások mérséklődésének lejárat szerkezete is: a javulás mértéke ugyanis a hosszabb, 1 éves horizonton arányában szerényebb mértékű, mint a rövidebb, 1 hónapos időtávon.

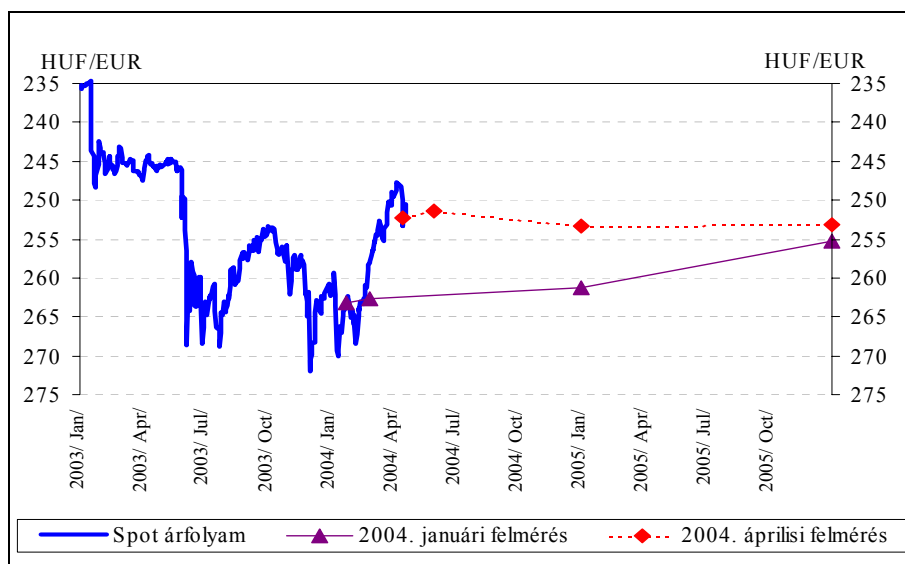
I-7. ábra: A forint/euró implikált volatilitások



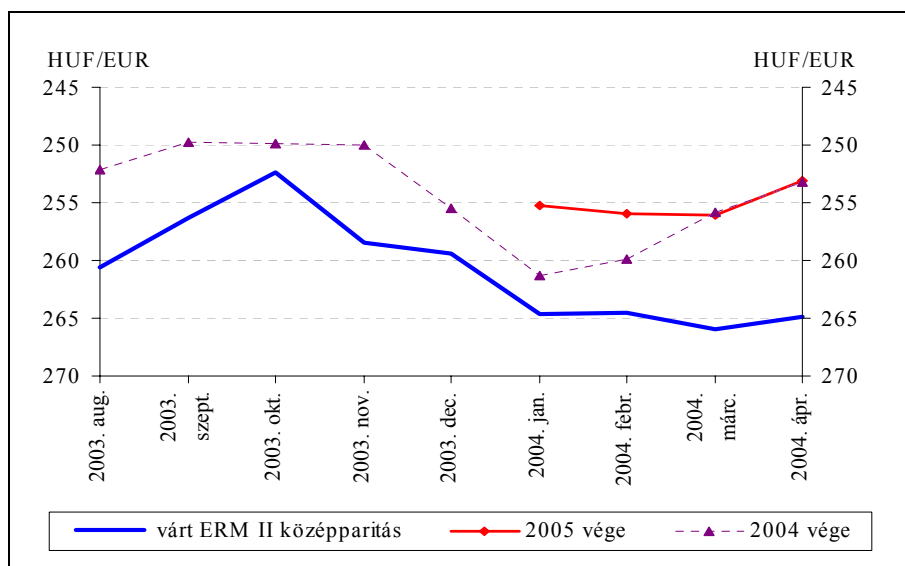
A Reuters felmérése alapján az árfolyam felértékelődésével párhuzamosan erősebb irányba tolódtak az árfolyam-várakozások is, azonban elsősorban a rövidebb, 2004 végéig tartó horizontra vonatkozó várakozások emelkedtek markánsan. A 2005 végére várt árfolyam csak kis mértékben erősödött, így 2005 végéig az elemzők nagyjából konstans, 253 Ft/euró

körüli árfolyamot várnak. A várt ERM II középparitás gyakorlatilag nem változott január óta: az elemzők a 2005 végére várt szintnél jóval leértékeltébb, átlagosan 265 Ft/eurós középárfolyamra számítanak. Számottevően nőtt tehát a rövidebb távra várt árfolyam és az ERM II középparitás különbsége, ami azt tükrözi, hogy az ERM II-vel kapcsolatos várakozások már nem befolyásolják a rövidebb távú árfolyam-várakozásokat.

I-8. ábra: Reuters elemzői árfolyam-várakozások átlaga

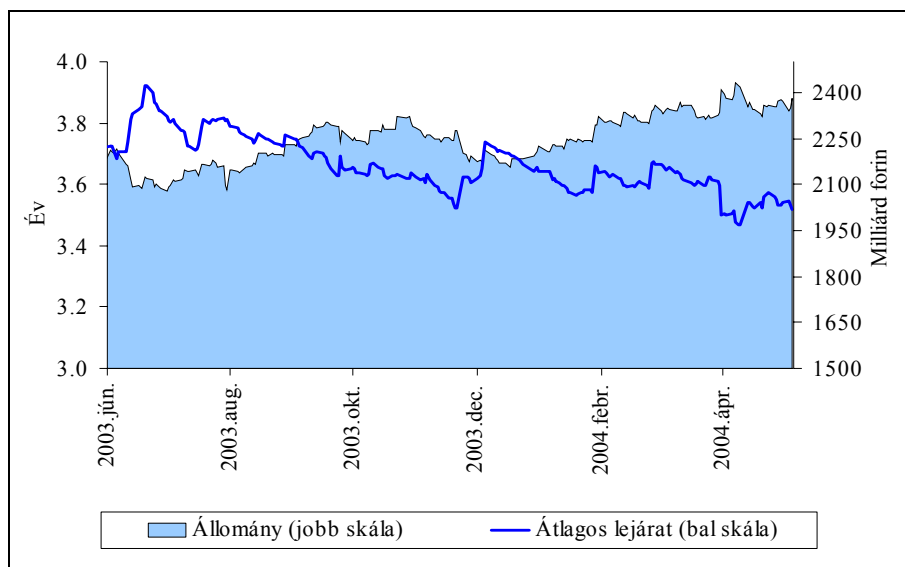


I-9. ábra: Az ERM II középparitásra vonatkozó Reuters elemzői várakozások átlaga



A portfóliótőke-beáramlás alakulása szintén azt tükrözi, hogy a kockázati megítélés hosszabb távú javulása még nem egyértelmű. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány összességében csak kis mértékben növekedett. Emellett csökkent az állomány átlagos lejáratá, ami arra utal, hogy a befektetők a rövidebb horizontokat részesítik előnyben. Az elmúlt hónapok nettó tőkebeáramlásában a hosszabb távra befektetőknek kicsi volt a súlya.

I-10. ábra: A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárata

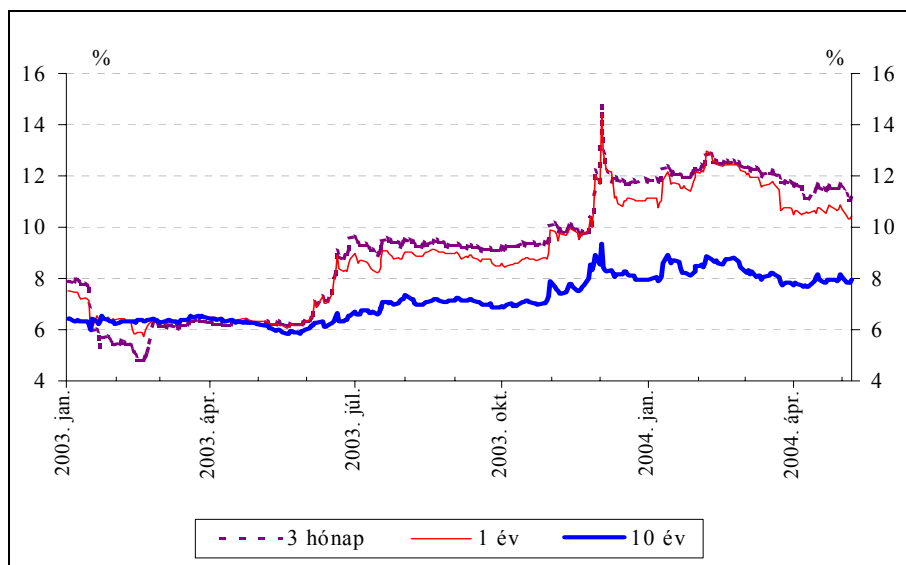


Össességében a forint elmúlt időszakban bekövetkezett erősödése döntő részben a forint eszközök javuló kockázati megítélésének köszönhető. Az elemzői felmérésből és eszközárakból kiolvasható várakozások, valamint a tőkebeáramlás szerkezete azonban azt mutatják, hogy a bizonytalanság hosszabb távra vonatkozóan még nem mérséklődött számottevően, ami sérülékennyé teheti az árfolyamot.

I. 3. Hozamok

Előző *Jelentésünk* megjelenése óta csökkentek a hozamok a magyar állampapírpiacra. A 2004. február elejére kialakult magas hozamszintekről a hónap végén megindult csökkenés május elejéig minden futamidőn jelentős (80-200 bázispont közötti) mérséklődést eredményezett. Az 5 évnél rövidebb hozamok csökkenése meghaladta a 100 bázispontot, legnagyobb mértékben az egy-hároméves szakaszon csökkentek a hozamok, összességében mintegy 200 bázisponttal.

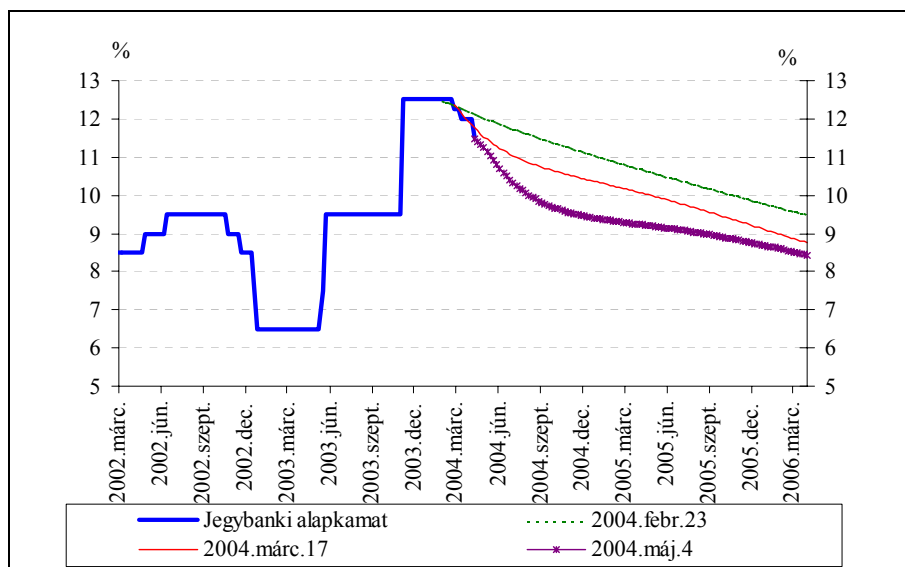
I-11. ábra: Állampapírpiaci referenciahozamok



Február vége és március közepe között – a forint erősödésével egyidejűleg – közel párhuzamosan tolódott lejjebb 70-75 bázisponttal a hozamgörbe 6 hónap és 3 év közötti szakasza. A hozamcsökkenést elsősorban a rövidtávú kockázatokra vonatkozó befektetői megítélés javulása, a magyar gazdaság egyensúlyi pozíciójával kapcsolatos aggodalmak enyhülése okozta.

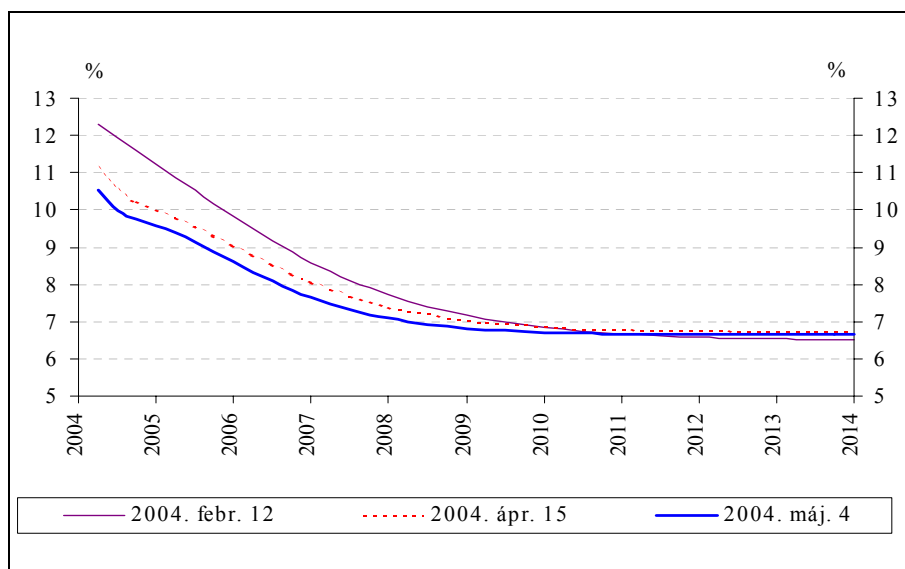
Az MNB Monetáris Tanácsa márciusban és áprilisban 25-25 bázisponttal, majd május 3-án 50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, így összességében a jegybanki alapkamat – 2003. november 28. óta változatlan szintje – 12,5 százalékról 11,5 százalékra csökkent. A kamatcsökkentések jelentős mértékben megváltoztatták a jegybanki kamat 2005 végéig várt pályáját: a kamatvágásokat követően a piaci hozamokba gyorsabban csökkenő alapkamatot áraztak be. Fontos azonban hozzátenni, hogy a kamatlépések a két évet meghaladó futamidejű hozamokra nem gyakoroltak szignifikáns hatást, így az MNB lépései a piaci szereplők hosszabb távú várakozásait nem érintették. Lényegében csak az elkövetkező két évben várt kamatpálya lefutása változott meg: a piaci szereplők a jegybanki lépések után a két év alatt várt mintegy 250 bázispontos csökkentés jóval nagyobb részét várják már az idei évre.

I-12. ábra: A jegybanki alapkamat piaci hozamok alapján várt pályája



A hosszú hozamokat a rövid hozamoktól eltérő folyamatok alakították. A negyedév során bekövetkezett rövid oldali hozamcsökkenés hatása az időtáv növekedésével fokozatosan mérséklődik és a származtatott forward hozamok az 5 évnél hosszabb időtávokon nem csökkentek, továbbra is meghaladják a 2003 első félévét jellemző szinteket.

I-13. ábra: Származtatott egyéves forward-hozamok különböző időpontokra*

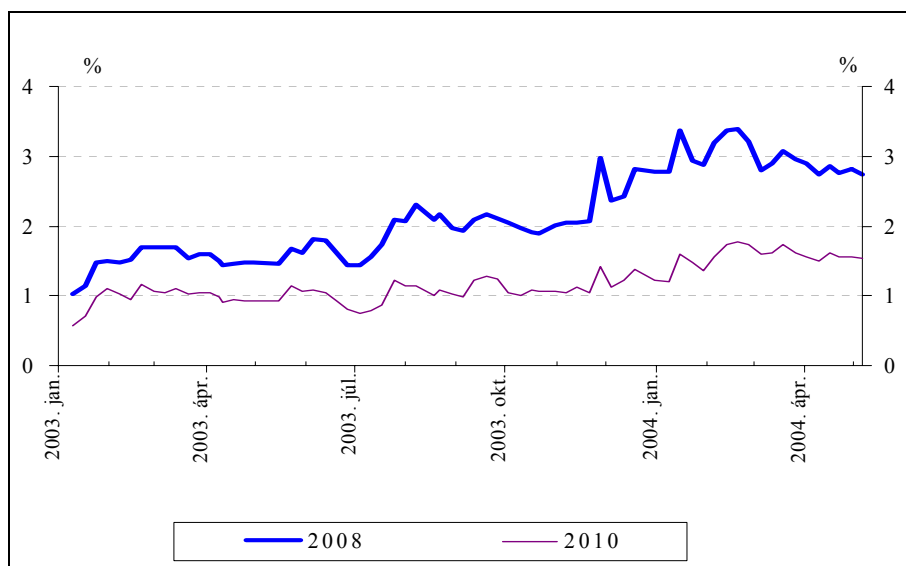


*A vízszintes tengely az egyéves származtatott forward hozam kezdetét mutatja

A monetáris politika számára fontos információt hordoz a hosszú lejáratú euró és forint kamatkülönbség alakulása. A hosszú lejáratú euró-hozamok dollárhozamokat követő márciusi csökkenése, majd áprilisban tapasztalt emelkedése bizonyos mértékig megjelent a 10 éves forinthozamokban is, a kamatkülönbséget azonban más tényezők is mozgatták. A spot hosszú kamatok eltérése helyett azonban érdemes a – jövőben várt rövid kamatok

kifejező – származtatott forward-hozamok hosszabb időtávokon megfigyelhető különbségeiből kiindulni. Ezekből ugyanis pontosabb képet kapunk arról, hogy a piaci szereplők milyen konvergenciapálya mellett és mikorra várják Magyarország GMU csatlakozását. Az így nyert információk azt erősítik meg, hogy a befektetői bizalom legfeljebb középtávon (két-három éves horizonton) javult; hosszabb lejáratokon már nem jelent meg. Míg a 2008 elején – mintegy három és fél év múlva – kezdődő egyéves származtatott forward-kamatkülönbség közel 50 bázispontot csökkent, és értéke 300 bázispont alá került, addig a 2010-re számított egyéves forward-különbség nem csökkent február és május eleje között. A 2010-es forward-kamatkülönbség értéke historikus összehasonlításban magas, szignifikánsan meghaladja az ország-kockázat jelenlegi szintjét (25-30 bp), amelyet akkor várhatnánk, ha a piaci szereplők biztosak lennének a 2010-es GMU csatlakozásban. Mindez arra utal, hogy hosszabb horizonton nem javult a konvergencia hitelessége.

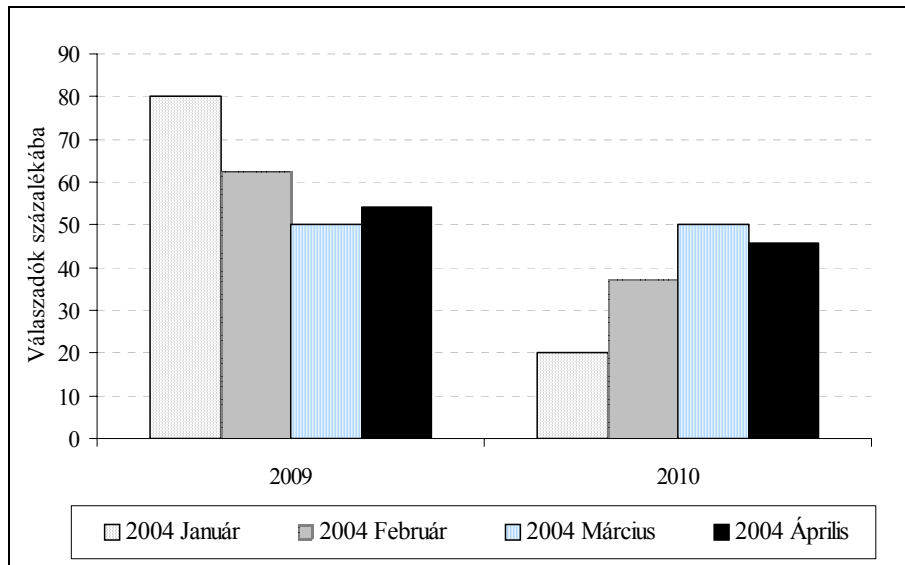
I-14. ábra: Egyéves származtatott forward-különbség rögzített időpontokra*



*2008, illetve 2010 elején kezdődő 1 éves forint-euró hozamkülönbség historikus alakulása

Közgazdasági tartalmában hasonló következtetés vonható le a Reuters felméréseiből is. Az elemzők GMU-csatlakozási várakozásai nem javultak, sőt, a tavaszi hónapokban kissé kitolódtak januárhoz képest. Ezzel együtt az elemzők elképzelhetőnek tartják az euró 2010-es bevezetését.

I-15. ábra: GMU-csatlakozásra vonatkozó Reuters elemzői várakozások

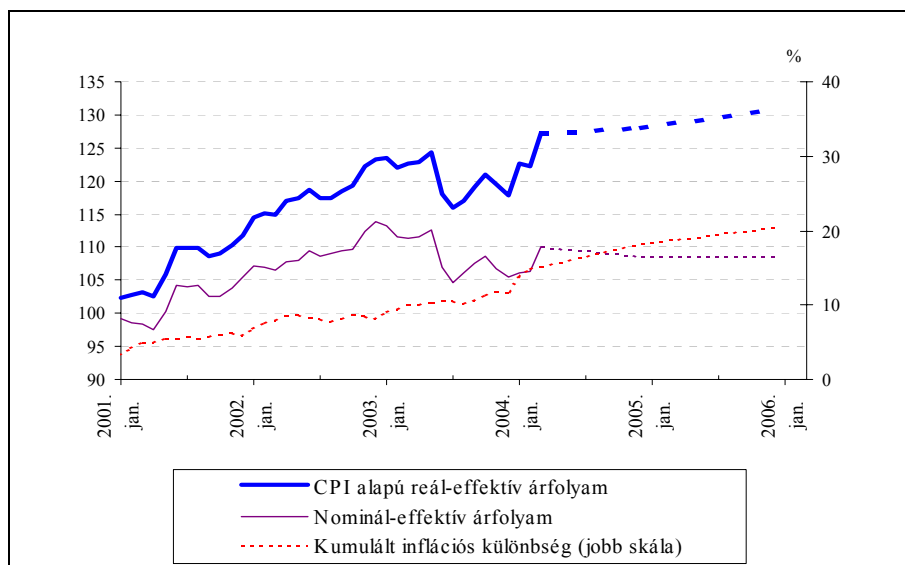


Összességében megállapítható, hogy eltérő folyamatok alakították a rövid és hosszú hozamokat a február óta eltelt időszakban. A rövidtávú makrogazdasági folyamatok kedvezőbb piaci megítélése a rövid hozamok csökkenését okozta, mindazonáltal a távolabbi időpontokban a forint és euró forward-hozamok közötti különbség nem csökkent, így az elmúlt hónapokban nem javult érdemben Magyarország hosszú távú kockázati megítélése. Mind a hozamok, mind az elemzői várakozások azt sugallják, hogy a piaci szereplők körében nem csökkent a konvergencia pálya körüli bizonytalanság, egyelőre nem látják a magyar gazdaságpolitika konvergencia melletti határozott elkötelezettségét.

I. 4. Monetáris kondíciók

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

I-16. ábra: Monetáris kondíciók: fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam*



*Reál-effektív és nominál-effektív árfolyam, 2000 átlaga = 100; 2001-től kumulált inflációs különbség százalékban. A magasabb érték felértékelődést jelent. A 2004 és 2005 végére vonatkozó várakozást a Reuters inflációs és árfolyam-konzenzusával 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 korábbi évekhez képest változóképpen alakult a reálárfolyam 2003 januárja óta. 2004 első negyedében a reáléffektív árfolyam közel 8 százalékkal felértékelődött és szintje meghaladja 2003 átlagát. A jelentős felértékelődés mögött közgazdasági szempontból eltérő okok állnak. Az indirekt adók emelése – mely 2004 első hónapjaiban jelentősen hozzájárul a hazai infláció emelkedéséhez – nem jelent automatikusan monetáris szigorítást, hiszen az nincs hatással a gazdasági szereplők külső versenyképességére. A kereskedelmi partnerekkel szembeni – az indirekt adók kiszűrésével kapott – inflációs többlet és a nomináleffektív árfolyam márciusban bekövetkezett több mint 3 százalékos erősödése azonban a monetáris kondíciók szigorodását jelentették a vizsgált időszakban.

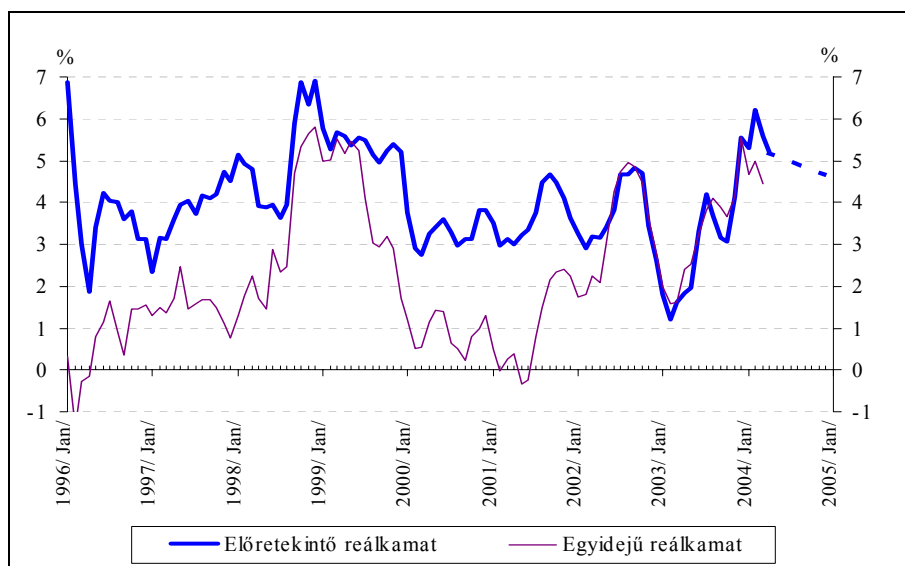
Az év hátralévő részében a Reuters felmérése alapján további mintegy 2 százalékos reálfelértékelődés várható, amit 2005-ben újabb 1-2 százalék követhet. A reálárfolyam várt erősödése mögött azonban kizárólag az egyre csökkenő inflációs különbség áll, a korábbi felmérésektől eltérően az elemzők nem várnak nominális árfolyamerősödést sem 2004 végéig, sem a jövő évre.

Az egyéves hozam több mint 1 százalékpontos esése ellenére az egyéves előretekintő reálkamat összességében nem csökkent 2004 januárjához viszonyítva, és továbbra is viszonylag magas, 5 százalék körüli szinten mozog. Ennek az az oka, hogy várakozások szerint az indirektadó-emelés inflációs hatásának eltűnésével 2005-ben folytatódik a defláció. Így az egy évre előretekintő várakozások az idő előrehaladtával anélkül is mérséklődtek, hogy az inflációs folyamatokról alkotott kép jelentősen változott volna, ami önmagában a reálkamat emelkedésének irányába hat. Az előretekintő reálkammattal ellentétben 2004 januárról márciusra mérséklődött az egyidejű reálkamat, mivel az infláció

stagnált ebben az időszakban.¹ Az előretékintő reálkamat szintje tehát meghaladja az egyidejű reálkamatét, ami azt tükrözi, hogy a piaci szereplők az infláció mérséklődését prognosztizálják.

Az év végéig a piaci szereplők a reálkamat mérsékelt csökkenésére számítanak, a várt kamatesés ugyanis meghaladja az egy évvel későbbre várt infláció csökkenését.

I-17. ábra: Monetáris kondíciók: reálkamat*



*Egyéves állampapír hozamok havi átlaga deflálva az aktuális 12-havi inflációval, valamint a Reuters egy évre előretékintő inflációs konszenzusával (év végekre, és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval számított érték). A 2005. januárra vonatkozó várakozást a Reuters 1 éves hozamra vonatkozó és inflációs konszenzusát felhasználva számítottuk.

Összességében a reálárfolyam január-márciusi, döntő részben a nominális felértékelődés miatt bekövetkezett erősödése a monetáris kondíciók további szigorodásának irányába hatott. A monetáris kondíciók másik komponense, az előretékintő reálkamatláb pedig – az egy évre előre várt infláció mérséklődése miatt – egyelőre a jegybanki kamatcsökkentésekkel együtt sem mutat enyhülést. A jövőre vonatkozóan a piaci szereplők az inflációs különbség miatt a reálárfolyam további felértékelődésére számítanak, a reálkamatláb várt csökkenése azonban – amelyet elsősorban a jegybanki kamatok korábban vártnál gyorsabb mérséklődése okoz – ezzel ellenkező irányba, a monetáris kondíciók lazulása irányába hat.

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

II. ELŐREJELZÉSEINK FELTEVÉSEI

Mostani *Jelentésünktől* kezdve nagyobb hangsúlyt kívánunk adni a legyezőábra elemzésének és kisebbet az alap-előrejelzésnek.

Bár *Jelentésünkben* eddig is folyamatosan hangsúlyoztuk, hogy mivel az infláció jövőbeli alakulása egy valószínűségi folyamat, korrektebb az inflációs tendenciák érvényesülését a legyezőábrán keresztül bemutatni, mindeközül nagyobb hangsúlyt adtunk az alap-előrejelzésünknek a folyamatok értékelésénél. A korábbi megközelítés logikusnak tűnt egyrészt azért, mert egyrészt a pont-előrejelzés könnyebben érthető a publikum számára, másrészt pedig jobban is összevethető más előrejelzők prognózisával.

Jelenlegi elmozdulásunkat – a Monetáris Tanács egyetértésével – az tette szükségessé, hogy inflációs alap-előrejelzésünk mintegy egyéves horizontig igen érzékeny az alapfeltevéseink ingadozásaira. Bár egy éven túl, a monetáris politika transzmissziós horizontján ez az érzékenység már kevésbé érvényesül, mindez a publikum által jelentősebb figyelemmel követett egyéves horizontig megnehezíti a feltételes pontelőrejelzés és a piaci elemzők feltétel nélküli előrejelzésének összevetését, és így kommunikációs problémákat vet fel. Más oldalról azonban, mint említettük közgazdasági szempontból is ésszerűbbnek tűnik azt hangsúlyozni, hogy az infláció milyen intervallumban lesz nagy valószínűséggel, mint egyetlen pont-előrejelzést adni a folyamatra.

A legyezőábra kialakításakor az alapfeltevéseinktől való lehetséges eltérésekkel és a fontosnak tartott egyéb kockázatokkal is foglalkozunk. Míg az inflációs célkövetés rendszerének logikájából következően a monetáris kondíciók megváltozásának hatásait tudatosan nem vesszük figyelembe, addig a legyezőábra kialakításakor becslést adunk például a fiskális politikának, a várakozásoknak és az olajáraknak a feltettől esetleg eltérően alakuló inflációs kockázatára.

II. 1. Részletek

A Bank korábbi gyakorlatának megfelelően alap-előrejelzésünk feltevésekre épül a monetáris, a fiskális politika, az inflációs várakozások, a világpiaci olajárak és az euró-dollár árfolyam szempontjából. Ez azt jelenti, hogy az alap-előrejelzés egy szcenáriónak tekinthető. Előrejelzésünk így azt mutatja meg, hogy *ha* az adott feltevések érvényesülnének a jövőben, akkor mennyi *lenne* az infláció; ami eltérhet a hagyományos értelemben vett (azaz feltétel nélküli) előrejelzésektől.

Változatlan monetáris kondíciókat feltételezve *Jelentésünkben* az áprilisi átlagos forint-euró árfolyam fennmaradásával számolunk teljes előrejelzési horizontunkon.

A hozamgörbe a május 4-i értéken lett rögzítve. Emiatt előrejelzésünkben egyrészt a rövid kamatok folyamatos csökkenésével számolunk, másrészt a május 3-i kamatcsökkentés pénzüpi hatásait is figyelembe vesszük.

A normatív fiskális pályánál 2005-re a május 13-án bejelentett konvergencia programnak megfelelően évente fél százalékos kiugazítással számolunk az ESA-egyenleg szintjén.

Az infláció szempontjából fontos tényező e körben az is, hogy a támogatott gyógyszereken belül a 2004. áprilisi árcsökkenés utáni árak fennmaradásával számolunk teljes előrejelzési horizontunkon.

Az inflációs várakozások feltételeessége azt jelenti, hogy az indirekt adók emelése miatt bekövetkező 2004-es inflációgyorsulás után nem számolunk az inflációs várakozások tartós emelkedésével.

Az olajáraknál az áprilisi átlagos futures pályát használjuk. Ez a tapasztalt magas szintről a világgpiaci olajárak fokozatos csökkenését tartalmazza előrejelzési horizontunkon.

II-1. táblázat: Alapfeltevéseink (alap-szcenárió) összefoglaló táblázata

	2002	2003	2004	2005
	tény		feltevés	
A normatív fiskális szigorítás mértéke 2005-ben (százalékpont)	n/a			0,5
Az áfaemelés hatása a hosszú távú inflációs várakozásokra	n/a			Nem befolyásolja
Forint/euró árfolyam (forint)*	242,9	253,5	252,8	250,3
Dollár/euró árfolyam (cent)*	94,5	113,1	121,3	120,0
Brent olajár (dollár/hordó)**	25,0	28,9	32,3	27,7
<i>Memo: Brent olajár (forint/hordó)**</i>	<i>6415</i>	<i>6482</i>	<i>6730</i>	<i>5789</i>
Importáltiparcsikk-infláció (%)***	1,4	0,8	1,0	1,0

* Éves átlag a rögzített áprilisi átlag alapján.

** Az áprilisi határidős olajárak alapján számított pálya (IPE tőzsde).

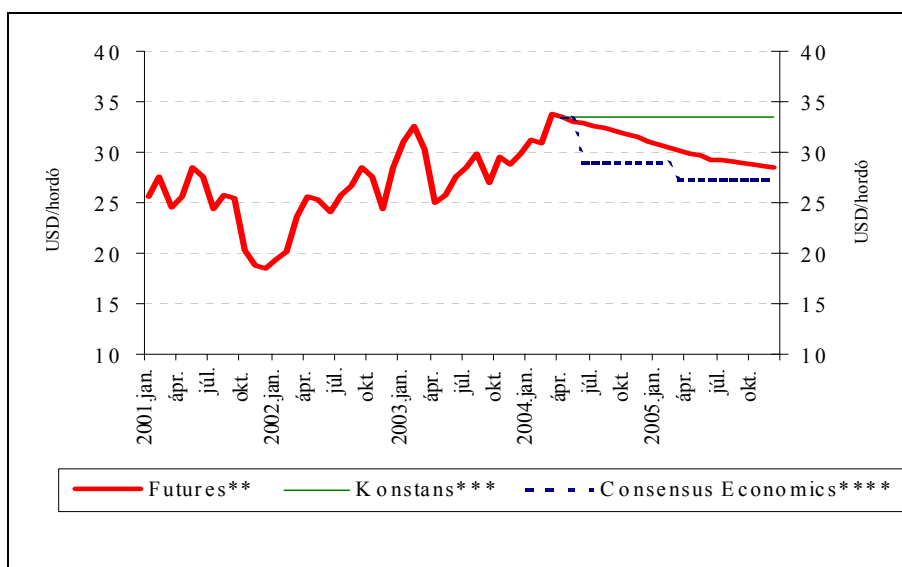
*** Évesített havi növekedési ütemek átlaga. Euróavezet-11 iparcsikk-inflációja, forrás : Eurostat, New Cronos kód: igoodsxe

Fent bemutatott alapfeltevéseink értékelésénél fontos megemlíteni, hogy a jelenlegi, 250 forintos forint-árfolyam több mint 5 százalékkal erősebb a februári feltevésnél, ugyanakkor historikusan tekintve az érték nem tekinthető kiugróan erősnek.

Ezzel szemben – bár előrejelzési rendszerünkben kevésbé meghatározó változó – az euró-dollár historikusan igen erős értékét feltételezzük a dollár előrejelzési szabályainkból következően. Fontos ugyanakkor azt is megjegyeznünk, hogy előrejelzési rendszerünkben alapvetően az euró-dollár árfolyamnak az olajárakon keresztül van hatása, így önmagában a keresztárfolyam elmozdulása kevésbé lényeges.

A dollárban mért olajárak esetében, ahogy jeleztük, az április futures pálya a kiinduló historikusan magas értékről egy fokozatos csökkenést feltételez 2005 végéig. A futures árakhoz hasonló lefutást tükröz a Consensus Economics felmérése is. Bár mindkét pálya elég markáns képet rajzol az olajárak várható csökkenéséről, figyelembe véve, hogy a kiinduló olajárak historikusan viszonylag magasak, és a futures pálya több éve téves előrejelzőnek bizonyult, nem elhanyagolható kockázata van annak, hogy az olajárak tartósan magasabbak lesznek, mint az alappályában felvázolt érték. Ez önmagában egy magasabb infláció irányába mutató kockázatot visz előrejelzésünkbe.

II-1. ábra: Feltevésünk és alternatív olajjárpályák*



*Brent olajárak ** Londoni IPE olajtőzsde, 2004. áprilisi átlag *** Áprilisi átlag
 **** Consensus Economics Inc. márciusi felmérése.

III. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

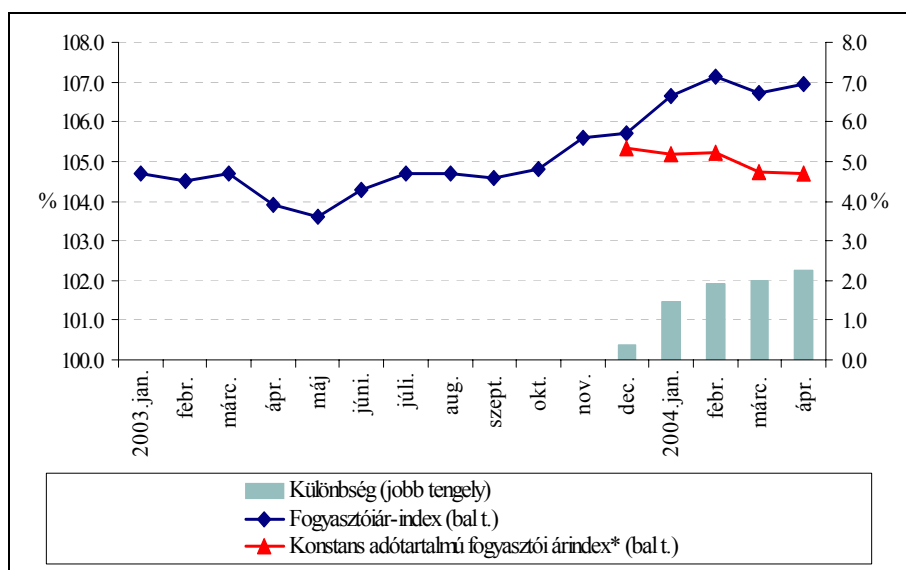
III. 1. Az infláció alakulása 2004 I. negyedében

2004 első negyedében a fogyasztóiár-index 6,8 százalékos, a maginfláció 6,0 százalékos volt. A 2003-ban megfigyeltnél jóval magasabb ráták elsősorban az indirekt adók emelésének következményeként adódtak.²

Ezt érzékelteti a KSH most bevezetett ún. változatlan adótartalmú indexének (VAI) – amiről a VI. 5. fejezetben részletesen is írunk – alakulása is. A VAI alakulásából kiderül, hogy az első negyedében az idejű indirektadó-emelések hatását kiszűrő infláció 5 százalékra süllyedt.

Az elmúlt negyedév inflációs folyamatainak elemzéséhez nélkülözhetetlen, hogy világosan elkülönítsük a gazdaság kereslet-kínálati viszonyaiból, illetve a szabályozási környezet, azon belül elsősorban az indirekt adók emeléséből eredő árváltozásokat. A KSH friss adatközlése szerint az idejű év eleji indirektadó-emelések 2004 márciusig – kumuláltan – mintegy 1,6 százalékkal emelték a fogyasztóiár-indexet. Ez összhangban van az általunk korábban becsült adóhatással. A piaci javak körében az adóemelés okozta áremelkedés gyorsan, döntően januárban bekövetkezett.

III-1. ábra: A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú index alakulása* (előző év azonos hónapjához képest, százalék)



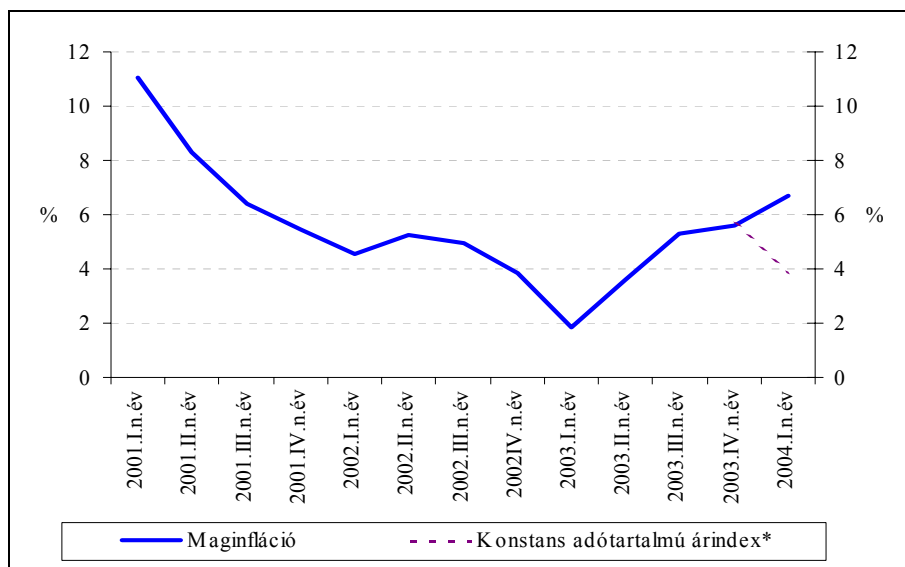
* A KSH ún. változatlan adótartalmú indexe (VAI). Erről ld. a KSH módszertani háttéranyagát (www.ksh.hu) és a VI. 5. fejezetet.

Az indirektadó-emelések első hivatalos bejelentése, azaz 2003 júliusa óta minden *Jelentésben* kiemeltük, hogy az inflációs folyamatok megítélése szempontjából fontos kérdés lehet az

² Elemzésünk lezárása után érkezett be a 2004. áprilisi inflációs adat. A 6,9 százalékos fogyasztóiár-index illetve 6,1 százalékos maginflációs index értékek a *Jelentésben* vázolt folyamatok hatásait tükrözik; ugyanakkor némileg előtérbe helyezik a III. 3. 2. fejezetben vázolt inflációs előrejelzésünk következő egy-két negyedéves szakaszának lefelé mutató kockázatát.

adóemelés nettó árakra való hatása. Korábban azzal számoltunk, hogy a szabályozott áraknál teljes lehet az adóemelés fogyasztói árakba való begyűrűződése, míg elsősorban az élelmiszerek, másodsorban a piaci szolgáltatások esetében a piaci szereplők nem hárítják át teljes egészében az adóemelést a fogyasztókra, ami nettó árak csökkenését jelenti. Ennek mértékét a fogyasztóiár-index és a maginfláció esetében is 0,2 százalékpontra becsültük. A tényadatok birtokában megállapíthatjuk, hogy az adóemelés ezen közvetett hatása a negyedév egészét tekintve megegyezik az általunk korábban várttal.

III-2. ábra: Az alkohol és dohány nélkül becsült maginfláció
(szezonálisan igazított, évesített negyedéves változás)



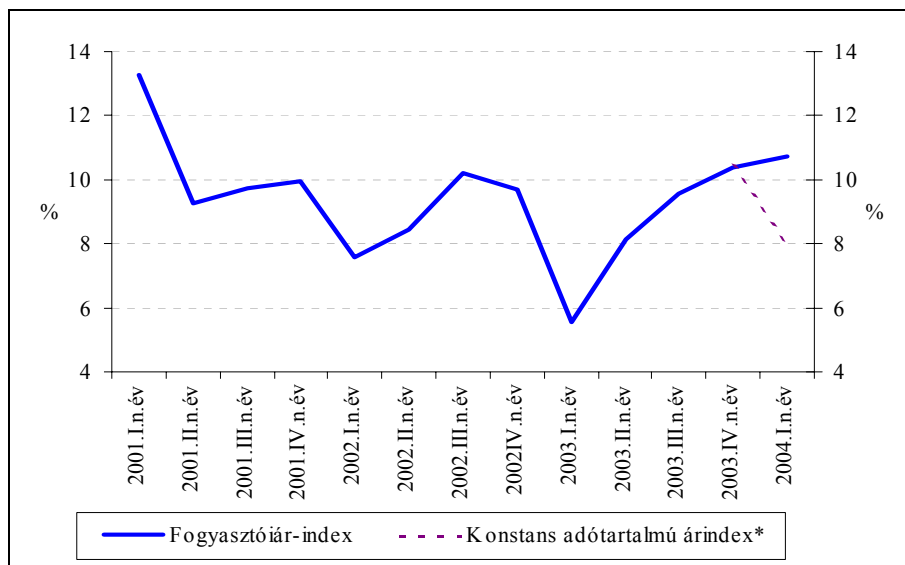
* *Becsült, KSH-MNB közös módszertan szerint.*

Az indirekt adók emelésének időszakában nem határozható meg egyértelműen, hogy egy termék nettó árának vagy – ami általánosabb – árnövekedési ütemének csökkenése az adóemelés közvetett hatásának, vagy a gazdaság hosszabb távú inflációs tendenciákat is tükröző folyamatainak az eredménye. Véleményünk szerint a becsült nettó maginflációban tapasztalható elmúlt negyedévi kismértékű lassulást döntően az indirektadó-emelés rövid távú közvetett hatása magyarázza.

A becsült nettó maginfláció kismértékű lassulása mögött jórészt a piaci szolgáltatások állnak. A szolgáltató szektor költségei az elmúlt negyedévben – hasonlóan a megelőző negyedévhez – nagyon jelentősen nőttek. A szűkös munkapiaci kínálatból fakadóan továbbra is dinamikusan növekedett az egységnyi munkaköltség, a vállalatok terheit növelte a múlt év végi sokszerű termelői gázáremelés, illetve az idén bevezetett ökoadó miatt növekedtek az energia-, és kommunális költségek is. Emellett azonban a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedési üteme ténybecslésünk szerint tovább lassult, ami önmagában deflációs hatású.³

³ A KSH adatrevíziója folytán módosult a 2003 évi lakossági fogyasztás megítélése: a növekedési ütem végig lassult. Ténybecslésünk szerint a lassulás 2004 I. negyedévében tovább folytatódott. Lásd erről részletesen az IV. 1. 3 fejezetet.

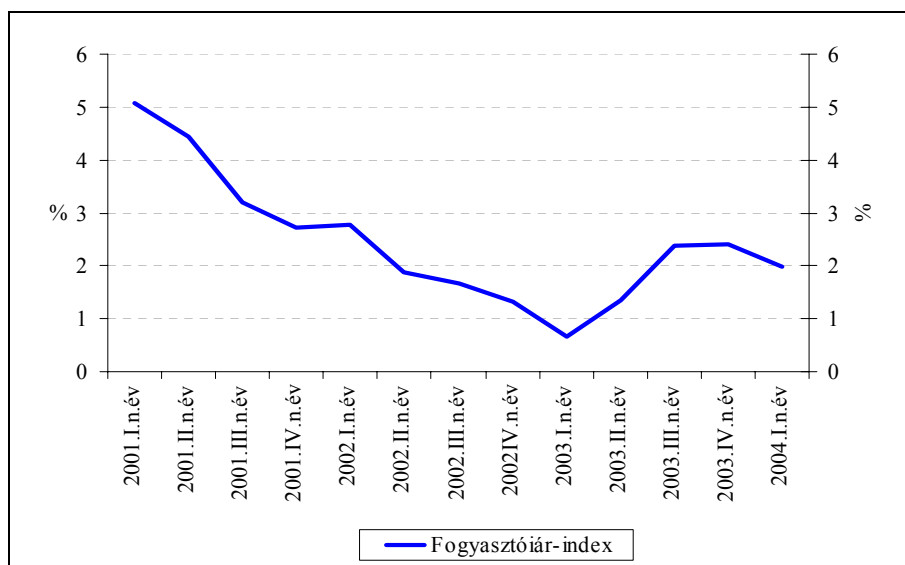
III-3. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja
(szezonalisan igazított, évesített negyedéves változás)



* Becsült, KSH-MNB közös módszertan szerint.

A piaci szolgáltatásokkal ellentétben az iparcikkek piacát az elmúlt negyedévben nem érte sokszzerű költségemelkedés. Bár önmagában az elmúlt negyedévben – különösen február elejétől – felértékelődő forintárfolyam az import árakon keresztül hosszabb távon deflációs irányba mutat, a megelőző időszak árfolyam-leértékelődésének késleltetett hatásaival együtt összességében az iparcikk infláció stabilitásához vezetett. Ilyen formán az iparcikkek körében az elmúlt év közepétől bekövetkezett infláció-növekedés, úgy tűnik, megtört.

III-4. ábra: Az iparcikkek inflációja
(szezonalisan igazított, évesített negyedéves változás)



2004 elején az alkohol-, és a dohánytermékek körében jelentős jövedéki adó-emelésre került sor, amely a két részpiacra eltérő piaci reakciót váltott ki. Míg az alkoholtermékeket gyártó,

illetve forgalmazó vállalatok a jövedékiadó-emelést teljes egészében, a dohánytermelők csak részben (mintegy 70-80 százalékban) hárították át a fogyasztókra. Emellett a jelentős jövedéki adó-emelés hírére a dohánykereskedők magas készleteket halmoztak fel, amelynek eredményeként az új, magasabb árú termékek még márciusban is csak szórványosan jelentek meg a polcokon és a statisztikában.

Az elmúlt negyedévi inflációs folyamatokra jelentős befolyást gyakorolt a feldolgozatlan élelmiszerek árának alakulása. A tavaly ősszel bekövetkezett dinamikus áremelkedést ugyanis – az áfaemelés ellenére – nagyon gyors korrekció követte. E mögött elsősorban a zöldségek, kisebb részben a gyümölcsök árcsökkenése húzódik, amely együttesen ellentételezte az egyéb nyers élelmiszerek folytatódó áremelkedését. Feltételezésünk szerint a zöldségek és gyümölcsök körében bekövetkező gyors árkorrekció az ezeken a piacokon kibontakozó – részben az import termékekre támaszkodó – erős verseny jele is lehet, amelyet az EU-csatlakozás tovább dinamizálhat.⁴

A szabályozott árú termékek inflációja 2004 első negyedévében jelentősen, éves összehasonlításban 11,7 százalékra növekedett. Ezt döntő részben az áfa-kulcsok emelése, illetve az elektromos energia kedvezményesből normál kulcsba való átsorolása okozta. Emellett szignifikánsan emelte az inflációt a nettó értelemben közel 8 százalékos gázár-emelés, a környezetszennyezési díj bevezetése miatt drasztikusan (közel 15 százalékkal) növekvő csatornadíj és – elsősorban a TB-támogatások csökkenése miatt – a mintegy 10 százalékkal emelkedő gyógyszerárak. Ez utóbbi hatás azonban csak átmeneti, mivel április 1-jétől lép életbe a jelen formájában hat hónapra meghirdetett – közel 15 százalékos termelői árcsökkenést eredményező – gyógyszerár-plafon rendelet.

III. 2. Az inflációs várakozások alakulása

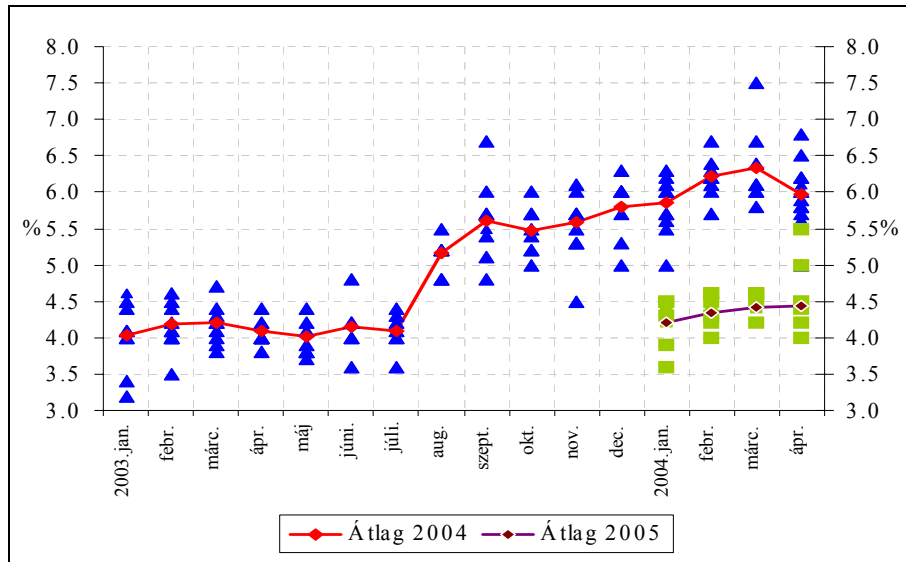
A 2004. évi indirektadó-emelések bejelentése óta alap-előrejelzésünket egy a gazdasági szereplők várakozásaival kapcsolatos stratégiai feltevéssel készítjük. Ezen feltevésünk szerint az indirektadó-változások hatására megugró inflációt a gazdaság szereplői (lakosság, vállalatok) átmeneti jelenségként értékelik, ami hosszabb távon nem befolyásolja a gazdasági szereplőknek az árak és bérek változásával kapcsolatos várakozásait. A várakozások alakulásának folyamatos nyomon követésével nemcsak alapfeltevésünk helyességéről kívánunk képet alkotni, hanem segítségével a hosszabb távú dezinflációs folyamatok hitelességét is megítélhetjük.

A várható inflációs folyamatoknak a legszélesebb információs halmazon elkészített előrejelzését a gazdaságkutató intézetektől, valamint a piaci makro-elemzőktől kaphatjuk. A Reuters valamint a Consensus Economics felmérései szerint év első hónapjaiban a piaci szakértők mind a 2004-es mind a 2005-ös év végére vonatkozó előrejelzésüket felfelé módosították. Ennek oka vélhetően részben a vártnál rosszabb januári tényadat, illetve az áfa- és jövedékiadó-változások inflációba történő begyűrűződésével kapcsolatos bizonytalanság lehetett. A kedvező (márciusi) inflációs tényszám, a megváltozott makrogazdasági környezet (erősebb árfolyam, lanyhuló lakossági fogyasztás) valamint a szabályozott árú termékkörben végrehajtott állami intézkedések együttes hatásaként

⁴ Felmerülhet ugyanakkor az is, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek árának gyors korrekcióját a vártnál gyorsabban lassuló lakossági fogyasztási kereslet is befolyásolta. Értékelésünk szerint ez azért nem valószínű, mert az árak csökkenése nem általánosan, hanem kizárólag a zöldség és gyümölcs termékcsoportokban volt megfigyelhető.

áprilisban szinte minden elemző jelentősen mérsékelte prognózisát, ami így újból a januári szintnek megfelelő mind 2004-t mind pedig 2005-t tekintve.

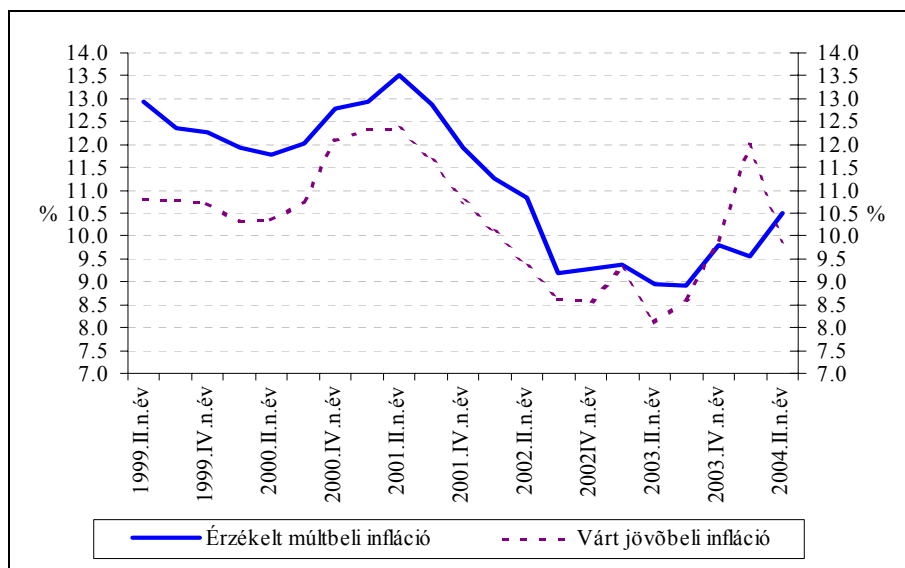
III-5. ábra: Az elemzők 2004 illetve 2005 végére vonatkozó inflációs előrejelzései a Reuters-felmérés alapján
(előző év azonos időszakához képest, százalékban)



Reprezentatívabb információhalmazt eredményeznek a vállalatvezetők, illetve a lakosság körében végzett felmérések. Bár ezen kérdőívekre kapott számszerű válaszok a piaci elemzőkénél lényegesen nagyobb szórással rendelkeznek, ám az idősorok elmozdulásainak vizsgálata értékes információkat szolgáltat az ár- és béralakulás meghatározásában leginkább érintett gazdasági szereplők inflációs jövőképével kapcsolatban.

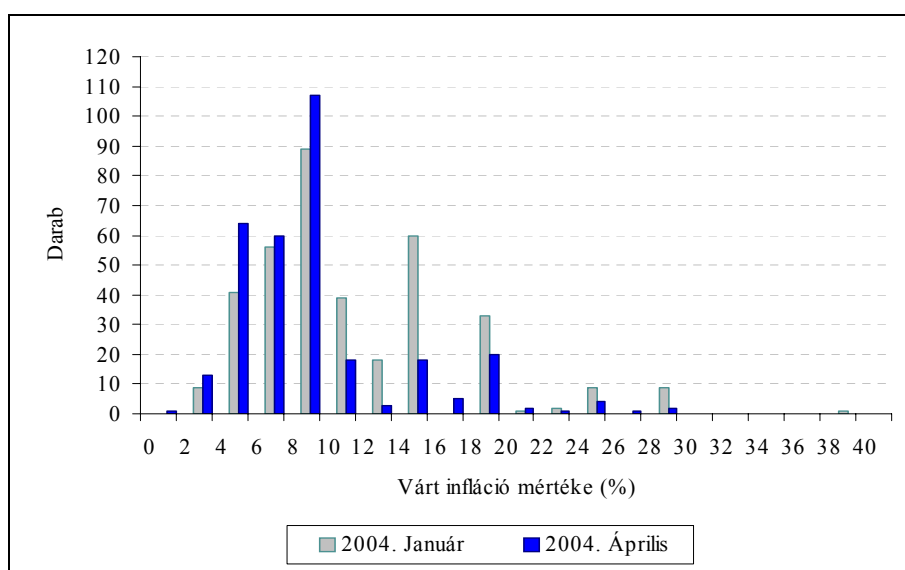
A legfrissebb TÁRKI felmérés szerint a korábbinál lényegesen kedvezőbben értékelik a várható inflációs folyamatokat a vállalati szektor reprezentánsai. Bár a múlttal kapcsolatos inflációs érzékelésük a tavalyi év közepe óta – párhuzamosan a deflációs trend megtörésével – folyamatosan emelkedik, ám a jövőben a januári adatfelvételhez képest jellemzően alacsonyabb áremelkedésre számítanak.

III-6. ábra: A vállalatvezetők inflációs érzékelése illetve várakozásai
(az elmúlt valamint a következő 12 hónapra)



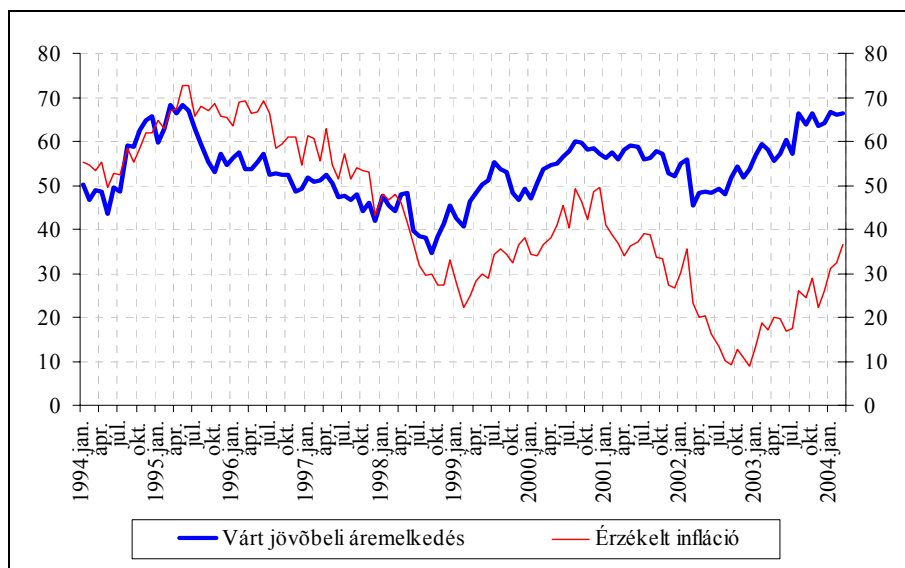
Még árnyaltabb képet kaphatunk a jövőbeli inflációval kapcsolatos vállalatvezetői értékítélet változásáról, ha megvizsgáljuk az adott válaszok belső szerkezetét. Míg áprilisban a megkérdezettek több mint háromnegyede az átlagnak számító közel 10 százalékos értéknél alacsonyabb indexet jelölt meg a várható inflációval kapcsolatban, addig januárban ezen értékeket a válaszadóknak alig fele jelezte előre. Mivel a két adatfelvétel nem pontosan ugyanazokat az alanyokat tartalmazza, ezért természetesen az elmozdulásnak egy része valószínűleg az összetétel-hatásnak is betudható. Ám önmagában az a tény, hogy az emelkedő érzékelt infláció ellenére a várt infláció mutatója nem emelkedett tovább, deflációs jellegű elmozdulásként értékelendő (főleg Magyarország inflációs múltjának ismeretében) és jelenleg arra utalhat, hogy a vállalatok hosszabb távon nem tartják tartósnak a jelenleg döntően az adóemelések hatására meglóduló inflációt.

III-7. ábra: A vállalatvezetők inflációs várakozásának megoszlása



A lakosság inflációs várakozásai a legfrissebb GKI-felmérés szerint az év eleje óta alapvetően nem változtak. Eközben a lakosságnak a múltbeli inflációval kapcsolatos érzékelése a 2002-es év vége óta folyamatosan romlik. Kezdetben ezzel párhuzamosan a jövőbeli folyamatok megítélése is fokozatosan romlott – különösen nagy ugrást tapasztalhatunk a 2003-as év közepén az indirektadó-változások bejelentését követően –, ám a várakozások további romlása az idei év eddig eltelt időszakában már nem folytatódott.

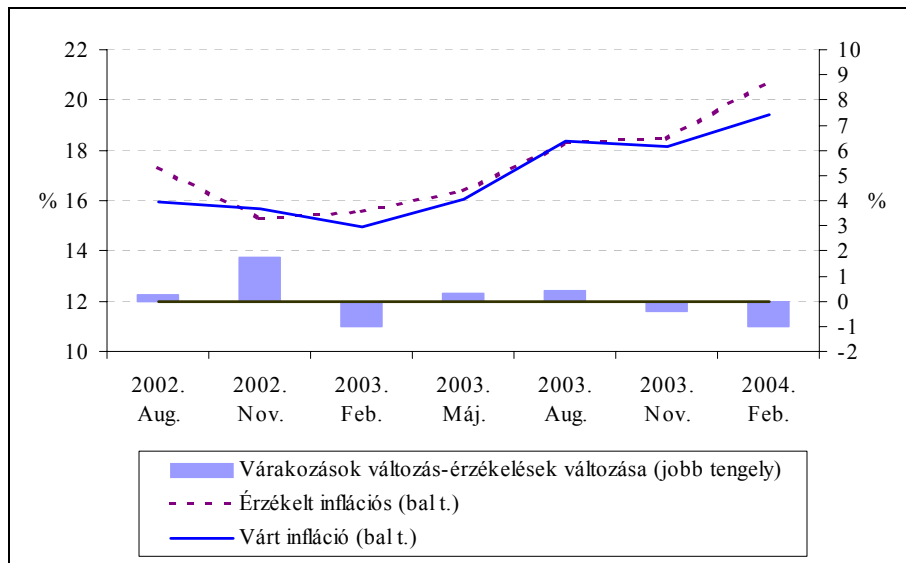
III-8. ábra: A GKI lakossági felmérésében az inflációval kapcsolatos kérdések megoszlásának alakulása *



* Az ábrán az emelkedést és a csökkenést válaszolók arányának különbsége szerepel.

Hasonló tendenciákat olvashatunk ki a TÁRKI lakossági felméréseiből is. Igaz az itt tapasztalt folyamatokat még a vállalatinál is nagyobb bizonytalansággal kell kezelnünk, hisz a kapott válaszok nagyságrendileg nagyobb szórással rendelkeznek. Ennek ellenére figyelemreméltó változás, hogy bár 2004 elején a lakosság múlttal kapcsolatos inflációs érzékelése jelentősen emelkedett, a jövőre vonatkozó várakozások közel 1 százalékponttal alacsonyabb mértékben reagáltak. Mindezek ellenére, mivel – mind a GKI, mind a TÁRKI felmérése alapján – a lakossági várakozások (ellentétben a vállalatvezetőkével) 2004-ben nem mérséklődtek, így ezen szektor esetében egyelőre még nem vethetjük el az inflációs várakozások magas szinten való beragadásának lehetőségét.

III-9. ábra: A lakosság által érzékelt múltbeli illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint
(az elmúlt valamint a következő 12 hónapra)



Vizsgálatunk alapján összességében megállapíthatjuk, hogy miközben az elemzők, illetve a vállalatvezetők jövőben várható inflációs folyamatokról alkotott véleménye kedvező irányba változott, a lakosság jövőképében szignifikáns elmozdulás egyelőre nem tapasztalhatunk. Ennek ismeretében a várakozásokkal kapcsolatos alapfeltevésünket továbbra is érvényesnek tekintjük, ám a főleg a lakossági inflációs várakozásában meglévő bizonytalanságunk miatt ezt továbbra is a dezinflációt veszélyeztető tényezőként értékeljük.

III. 3. Inflációs kilátások

Rövid távon a fogyasztóiár-index 2004 közepéig várhatóan még enyhén emelkedik és becslésünk szerint 7 százalék felett tetőzik. A II. fejezetben rögzített feltevések, különösen az áprilisi szinten rögzített forint/euró árfolyam jövőbeni érvényesülése esetén, az idei év második felétől a teljes előrejelzési horizonton már folyamatos dezinfláció következne be. Ennek fő hajtóereje a maginfláció mérséklődése, de dezinflációs hatása van 2005-ben az indirektadó-emelés bázisból való fokozatos kikerülésének is.

III. 3. 1. Inflációs előrejelzésünk

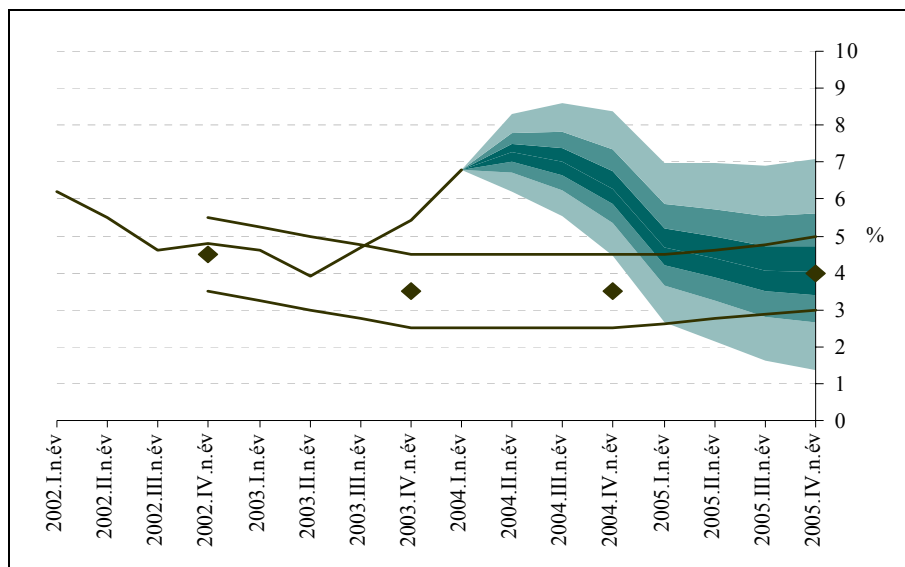
A feltételezett pályán jelentkező maginfláció-mérséklődést a gazdaság keresleti és kínálati folyamatai egyaránt támogatják. Keresleti oldalról a lassuló fogyasztási dinamika illetve általánosabban a negatív kibocsátási rés mérsékli az áremelkedés ütemét. Kínálati oldalról 2004-ben az előző előrejelzésünkben alkalmazottnál erősebb forint árfolyam feltevés importköltséget mérséklő hatása a domináns, míg 2005-ben az árfolyam másodlagos – a munkapiacon keresztül érvényesülő – hatásai jelentkeznek. A költségoldali inflációs nyomás fokozatos mérséklődését eredményezi a bérinfláció fokozatos mérséklődése, amit az erősebb feltételezett forint árfolyamon és a fogyasztás lassulásán túl az inflációs várakozások mérséklődése is támogathat.

A maginfláción kívüli tételeknél a dezinfláció dinamizmusát alapvetően bázishatás, azaz a tavalyi év második felét érintő energiaár-emelés, a sokszerű feldolgozatlan élelmiszer

áremelkedés, és az idei év eleji indirektadó-emelés fokozatos bázisból való kikerülése okozza.

A II. fejezetbeli feltevések mellett, a fenti folyamatok eredményeképpen, az alapszenárióban számításainkból 2004 végére 6 százalék körüli, míg 2005 végére 4 százalék körüli inflációs ráta adódik. A legyezőábrán megjelenített eloszlás szerint 2005 végén a célsávon kívüli infláció valószínűsége lefelé mintegy 25 százalék, felfelé pedig ennél némileg több, mintegy 30 százalék. Összességében tehát, változatlan monetáris kondíciókkal számolva a 2005-ös inflációs cél körüli kockázatokat közel szimmetrikusnak látjuk.

III-10. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája * 5

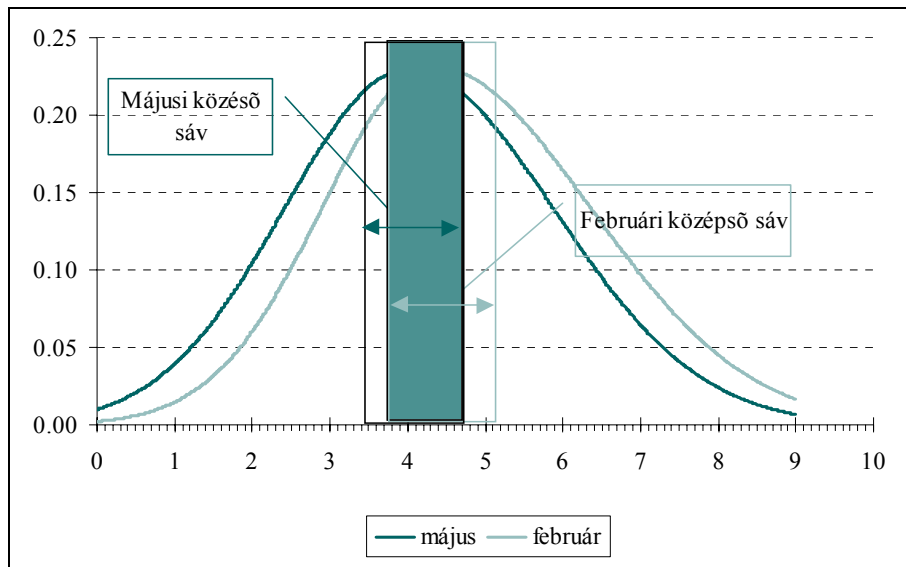


* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összességében 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint módozatot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le. Az év végi pontok a meghirdetett inflációs célok értékét, a két vonal a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

A májusi legyezőábra belső sávját összevetve a februári Jelentésbelivel megállapítható, hogy a két sáv között jelentős átfedés van, ugyanakkor mostani jelentésünkben a céltól vett eltérés kockázatai szimmetrikusabbá váltak. Míg februárban nagy valószínűséggel 4-5 százalék közötti infláció adódott, addig jelenlegi előrejelzésünkben 3,5-4,5 százalék közötti értéket számítottunk a 2005 végi fogyasztói árindexre. Az elmozdulásnak az eltérő forint árfolyam feltételezésen kívül két fő oka van. Egyrészt a legfrissebb inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések elemzése és a korábban vártnál alacsonyabb 2004-es inflációs adat alapján kisebb kockázatot látjuk annak, hogy az indirektadó-emelések tartósan megemelik a gazdasági szereplők inflációs várakozásait. Más oldalról azonban a jelenlegi előrejelzésünkben a lakossági fogyasztás korábbiaknál nagyobb lassulásával számolunk, ami keresleti oldalról jelent a korábbiaknál erősebb deflációs tendenciát.

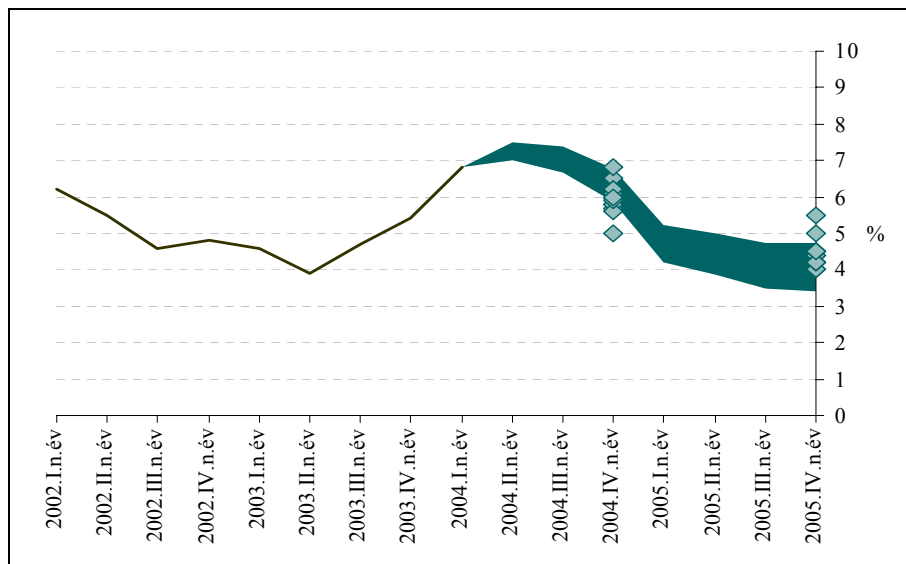
⁵ A legyezőábra "olvasásáról" ld. a VI. 7. fejezetet.

III-11. ábra: A bizonytalansági eloszlás 2005. negyedik negyedévi metszete a májusi és februári előrejelzésünk szerint



Jelenlegi előrejelzésünk középítő sávját összevetve a piaci elemzők várakozásaival megállapítható, hogy az elemzők többségének várakozása a jelen előrejelzésünk szerinti legvalószínűbbnek gondolt intervallumban helyezkedik el. Ugyanakkor 2004 végére néhány piaci elemző alacsonyabb, 2005-re azonban magasabb inflációra számít, mint ami alapszenáriónkban szerepel.

III-12. ábra: Az inflációs legyező-ábra középítő(30 százalékos) sávja és a piaci elemzők inflációs várakozásai a Reuters-felmérés szerint



III. 3. 2. Az alap-szcenárió részletei

A fő szcenáriónak tekintett alap-előrejelzésünk szerint – a II. fejezetbeli feltevések érvényesülése esetén – a fogyasztói árak növekedési üteme 2004 decemberében hat, 2005 végén pedig négy százalék körül lenne. A 2004 második felétől bekövetkező dinamikus dezinfláció hajtóereje alapvetően a maginfláció mérséklődése, amihez 2005-ben hozzájárul az indirektadó-emelés bázisból való fokozatos kikerülése.

III-1. táblázat: A fogyasztói árindex előrejelzés részletei az alap-szcenárióban
(negyedéves átlagok illetve decemberi értékek)

	Súly	Tény	Előrejelzés									
			2004					2005				
			I.	II.	III.	IV.	dec.	I.	II.	III.	IV.	dec.
Maginfláció	67,6	6,1	6,4	6,6	6,3	6,1	5,5	5,0	4,5	4,3	4,2	
Feldolgozatlan élelmiszer	6,0	4,9	5,2	7,7	2,4	1,1	0,4	2,1	1,6	1,9	2,3	
Jármű-üzemanyag és piaci energia	6,2	1,0	7,1	4,9	3,9	2,4	0,4	-1,5	-1,6	-0,2	-0,3	
Szabályozott árak	20,2	11,7	10,3	8,8	8,1	8,0	4,4	4,8	5,0	4,9	5,0	
Fogyasztóiár-index	100,0	6,8	7,2	7,0	6,3	6,0	4,7	4,4	4,1	4,0	4,0	
<i>Éves átlag</i>				6,9					4,3			

Alap-szcenárió – rövid távú előrejelzés

2004 második negyedévében a fogyasztóiár-index, illetve a maginfláció növekedésére számítunk. Alap-előrejelzésünk szerint 2004-ben az infláció május körül érheti el maximumát. Az infláció rövid távú növekedését alapvetően a dohány termékek árának – a korábbi jövedéki adóemelésekből adódó – emelkedése, illetve a magas jármű-üzemanyag árindexek okozzák.

A dohánytermékektől megtisztított maginfláció esetében a következő negyedévben stagnálást prognosztizálunk. A február eleje óta erősebb árfolyam dezinflációs hatása ilyen rövid időtávon mérsékelt, inkább csak a korábbi leértékelődés hosszú távú hatásait képes ellensúlyozni. Emellett rövidtávon a vállalati költségek – elsősorban az energiaárak – elmúlt év végi, illetve idén év eleji intenzív emelkedésének begyűrűződése, illetve a lakossági fogyasztás magas szintjének késlelteti a dezinfláció kibontakozását.

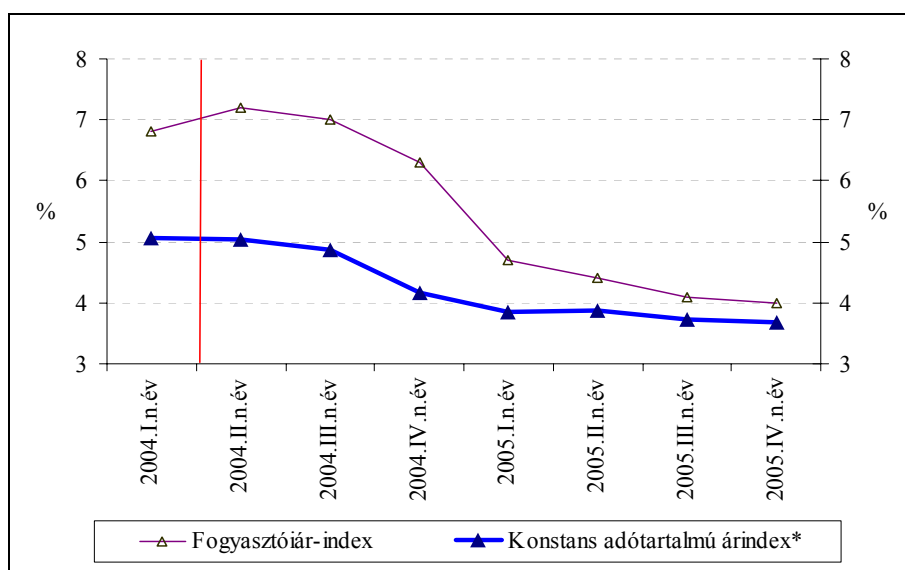
Mindemellett 2004 közepének inflációs folyamatait döntően a monetáris politika számára exogén folyamatok határozzák meg. Prognózisunk szerint a dohánytermékek esetében az év elejétől életbe lépett fogyasztói árak a készletek kifutásával párhuzamosan szeptemberre váltják fel mindenhol a régebbi árazású termékeket. Ennek megfelelően a most következő negyedévben a jövedéki adók emelésének még számottevő, mintegy 0,2 százalékos többlet inflációs hatása lesz. Ennél is jelentősebb a járműüzemanyagok várható magas árindexének a teljes fogyasztóiár-indexre gyakorolt hatása (közel 0,4 százalékpont), amit a tavalyi alacsony bázis magyaráz. A feldolgozatlan élelmiszereknek az idei nyárra prognosztizált magas éves indexét szintén a tavalyi év azonos időszakának alacsonyabb bázisa eredményezi.

Ezzel szemben a szabályozott árú termékek körében dezinflációt várunk, amit alapvetően a gyógyszerárak április eleji csökkentése okoz.

Alap-szcenário – hosszabb távú előrejelzés

2004 második felétől kezdve – a II. fejezetbeli feltevések érvényesülése esetén – az előrejelzési horizont egészen fokozatos dezinfláció következhet be. Ebben szerepe van a gazdaság általános folyamatainak, amit jól mutat a változatlan adótartalmú árindex töretlen csökkenése. A dezinfláció dinamizmusát azonban alapvetően bázishatás, azaz a tavalyi év második felét érintő energiaár-emelés, illetve sokszerezű nyersélelmiszer-áremelkedés és az idei év eleji indirektadó-emelés fokozatos bázisból való kikerülése okozza.

III-13. ábra: A fogyasztóiár-index alap-előrejelzése
(előző év azonos időszakához képest)



* A KSH és az MNB együttműködésében kidolgozott módszertan szerint, amely közvetlenül nem vehető össze a korábban általunk becsült nettó árindexekkel. 2004. I. negyedévre KSH közlés, utána MNB becslés

III-2. táblázat: A fogyasztóiár-index és az ún. változatlan adótartalmú árindex alakulása az alap-előrejelzésben
(éves változás)

	2004. IV. negyedév	2005. IV. negyedév
Fogyasztóiár-index	6,3	4,0
Változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index	4,2	3,7

Maginflációs folyamatok

A gazdaság keresleti-kínálati viszonyai együttesen a (nettó) maginfláció csökkenése felé mutatnak. Ilyen tényező, hogy a kibocsátási rés az előrejelzési horizont egészen növekvő mértékben negatív.⁶ Emellett szerepet játszik az importált inflációs nyomás – a feltételezett forint árfolyamszint jövőbeli érvényesülése esetén – bekövetkező enyhülése is. Ráadásul a

⁶ Kibocsátási rés: a tényleges és potenciális kibocsátás eltérése. Ez esetben arról van szó, hogy a várható gazdasági kibocsátás alatta marad a kínálati oldalon, a kapacitások által – inflációs szempontból semleges – potenciális szintnél.

következő közel két év aggregált keresletében növekvő a külföldi kereslet aránya, ami önmagában szintén a hazai inflációs nyomás csökkenése irányába hat. Ezt tovább erősítheti az inflációs várakozások esetleges csökkenése, aminek nem mondanak ellent a legfrissebb felmérések.

Kínálati oldal

A maginflációs folyamatok szempontjából meghatározó a bérinfláció, illetve a munkaegység-költség alakulása. Munkapiaci előrejelzésünk szerint az elmúlt negyedévben magas szinten stagnáló bérinfláció 2004 során kevésbé, majd 2005 folyamán erőteljesebben csökken. A munkaegység-költségre vonatkozó prognózisunk a bérinflációhoz hasonló dinamikát követ. Összességében a vállalatok előrejelzési horizontunk egészén mérséklődő növekedési ütemű munkaerő-költségekkel szembesülnek.

Ezzel párhuzamosan előrejelzésünkben a 2004 márciusát megelőző háromnegyed évre jellemzőnél erősebb árfolyammal számolunk, amely az előrejelzés egészén dezinflációs hatású. Az erősebb forintárfolyam feltevés a 2004-es előrejelzésre elsősorban az importárak mérséklődésén keresztül hat. A 2005-ös előrejelzésben a változatlan feltételezett árfolyam másodlagos hatásai, a hazai termelők külföldi termékekkel való versenye, illetve a csökkenő inflációhoz való munkapiaci alkalmazkodás jelenik meg a további dezinfláció hajtóerejeként.

Emellett – amint azt később a monetáris politika számára exogén tényezőknél részletesen is bemutatjuk – elsősorban az Európai Unióhoz való csatlakozás miatt a nyers élelmiszerek körében az infláció alatti árnövekedéssel számolunk a következő közel két évben (ld. később).

Ugyanakkor 2004-ben az ökoadó bevezetése, illetve az előző év végén megemelt energiaár a vállalatok meghatározó részénél jelentős többletköltséget okoz.

Bár az alkohol-, és dohánytermékek a maginflációs tényezők közé tartoznak, magas adótartalmuk miatt a kormányzati intézkedések döntően hatnak áralakulásukra. Alap-előrejelzésünkben a dohánytermékek vonatkozásában egyenlő eséllyel szerepel az a forgatókönyv, miszerint az év közepétől visszaáll a tavaly év végi nettó termelői ár (amely mintegy 4 százalékos további áremelést jelent), illetve a mostani fogyasztói árak fennmaradása.

Az alkohol- és a dohánytermékek esetében 2005 elején újabb jövedéki adóemelés tétéleztünk fel. Ennek mértéke az alkoholttermékek esetében az inflációval egyezik meg, míg a dohánytermékekénél az EU-direktíva 2009 január 1-jére történő teljesítéséhez feltételezett (lineáris) pályából adódik.

Összességében a monetáris politika számára releváns termékkörben kínálati oldalon 2004 második felétől egyértelműen túlsúlyba kerülnek, és a teljes előrejelzési horizonton döntőek maradnak a dezinfláció felé mutató tényezők.

Keresleti oldal

2003 folyamán a háztartások fogyasztási keresletének növekedése – bár igen magas szintről – fokozatosan csökkent.⁷ Előrejelzésünk szerint 2004 folyamán a lakossági fogyasztás növekedése tovább lassul, sőt az év második felében szintjében is csökken. Az újbóli növekedés csak az év vége felé indulhat meg, de 2005 folyamán is végig igen mérsékelt marad.

Mindeközben becsléseink szerint a gazdasági kibocsátás szintje összességében is a potenciális alatt alakul. A külső és belső kereslet által kialakított összkereslet ugyanis a kínálati kapacitásoknál alacsonyabb szintű kibocsátást hoz létre. Ez azt jelenti, hogy a hazai kapacitások kihasználtságában maradnak mér tartalékok; ami hosszabb távon dezinflációs hatást fejt ki.

Összességében tehát az aggregált kereslet alakulása a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású.

Egyéb folyamatok

A feldolgozatlan élelmiszerek körében igen mérsékelt árnövekedést prognosztizálunk az előrejelzési horizont egészén. Ebben – elsősorban rövidtávon – jelentős szerepe van önmagának a 2004. I. negyedévi tényadatnak, amely szerint a 2003 végi intenzív áremelkedést igen gyors korrekció követte. Ez ugyanakkor összhangban áll azzal a véleményünkkel – amelyet megerősített számos agrárpiaci szakemberrel folytatott konzultációnk is –, miszerint az Európai Unió tagság a hazai nyers élelmiszerek körében dezinflációs hatást gyakorolhat.⁸

Az olajárak esetében előrejelzésünk feltevését a határidős árak jelentik.⁹ A piaci várakozások szerint az olaj ára a hordónként jellemzően 34 dolláros szintről 2005 végére fokozatosan 28 dollár közelébe csökken. Ennek megfelelően a járműüzemanyagok általunk prognosztizált árszintje – a rövidtávon még magasabb szinten stagnáló árakat követően – az előrejelzési horizont egészén csökken. Ugyanakkor, ahogyan azt az inflációs alap-előrejelzést övező bizonytalanságokról szóló fejezetben részletesen is bemutatjuk, jelentősnek érezzük a feltételezettnél magasabb olajárak kialakulásának esélyét.

A szabályozott árakra vonatkozó előrejelzésünk 2005 elejéig csökken, 2005 további negyedéveiben pedig stagnál. A következő egy év dezinflációjában elsősorban bázishatás dominál, ugyanis fokozatosan kikerülnek az indexből a 2003 második felében megemelt energiaárak, illetve az áfa-kulcsok 2004 eleji növeléséből adódó áremelkedések. További árcsökkentő hatása van a gyógyszerek termelői árának áprilistól hat hónapon keresztül megvalósuló – a korábbinál alacsonyabb szintű – befagyasztása. Feltevésünk szerint az alacsonyabb árak a támogatott gyógyszerek esetében az előrejelzési horizont egészén fennmaradnak, a nem támogatott körben pedig az inflációval megegyező áremelkedés következik be. 2005-re vonatkozóan azzal a technikai feltevással élünk, hogy a szabályozott árú javak a maginflációtól a historikus aránynak megfelelően tér el. (Ez alól a telefon

⁷ A fogyasztás alakulásáról alkotott képünket jelentősen befolyásolta a KSH adatrevíziója. Lásd erről részletesen a IV. 1. 3 alfejezetet.

⁸ A témáról egy korábbi elemzésünket ld. Ferenczi – Jakab – Nagyné, Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Az EU-csatlakozás várható hatásai, *MNB Háttér tanulmányok*, 2002/1.

⁹ Ld. a II. 1 fejezetet.

szolgáltatás az egyetlen kivétel, ahol ennél mérsékeltebb, 1,6 százalékos éves átlagos inflációval számolunk.)

Végezetül fontos megemlíteni, hogy önmagában a vámok – EU-tagságból eredő – összességében csökkenő szintje számos termék (egyes alkoholos termékek, nyers élelmiszerek, személygépkocsik stb.) árát csökkentheti, de ennek hatása a teljes fogyasztóiár-index szintjén viszonylag mérsékelt. Jelentősebb árcsökkenésre a beruházási célú termékek körében számítunk, ezeket azonban nem tartalmazza a fogyasztóiár-index statisztika, így csak közvetetten befolyásolhatják a fogyasztói árakat.

IV. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA

IV. 1. Kereslet

Alap-szcenáriónkban – a II. fejezetbeli feltevések bekövetkezése esetén – a hazai vállalati aktivitás tavaly egyértelművé vált élénkülésének folytatódása szerepel.

Visszatekintve a 2001-2003-as időszakra megfigyelhetjük, hogy a hazai vállalatok 2001 elejétől igen érzékenyen reagáltak a külpiaci kereslet csökkenésére. A jelenleg rendelkezésünkre álló információik alapján arra következtethetünk, hogy a tavalyi év elejétől – összhangban a külpiaci kereslet élénkülésével – a hazai vállalati konjunktúra már felívelő szakaszban volt.

Előrejelzésünkben a gazdaság növekedési ütemét erre az évre 3,4 százalékra tesszük. A tavalyinál magasabb növekedést a külső konjunktúra élénkülése magyarázza. Ezzel egyidejűleg a belföldi felhasználás növekedési ütemének számottevő mérséklődését jelezzük előre.

2005-re a kedvező külső konjunktúra fennmaradása mellett, hasonló mértékű, 3,4 százalékos növekedést vetítünk előre a nettó külkereskedelem pozitív hozzájárulására alapozva.

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

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

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

A 2003. negyedik negyedévének tényadatai a gazdasági növekedés gyorsulását jelezték. A tavalyi év utolsó negyedévében az export növekedési üteme tovább gyorsult. A vállalati és a lakossági beruházások előző negyedévi növekedése fennmaradt. A vállalati konjunktúra oldaláról tartósnak ígérkezik a fellendülés, és azt a külső konjunktúra is alátámasztja.

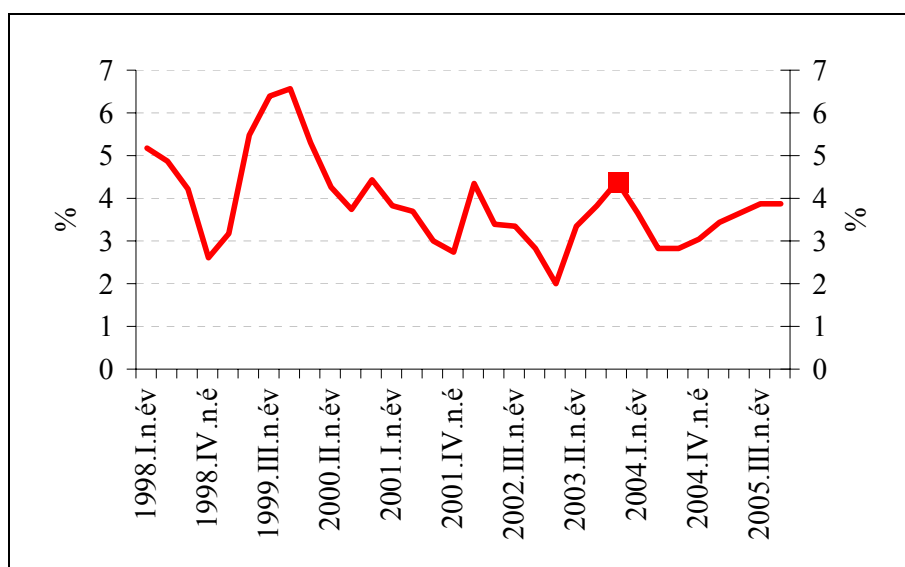
A lakossági magatartásban a tavalyi év második felében két eltérő folyamat tapasztalhattunk: a lakossági fogyasztás növekedése a KSH legfrissebb adatai alapján a tavalyi évben – a korábbi információknál erősebben – lassult. A lakossági beruházások viszont folyamatosan magas ütemben növekedtek az államilag támogatott lakáshitelezés rendszerének tervezett szigorítása hírére. A nemzetgazdasági beruházások tavalyi viszonylag alacsony növekedése az állami beruházások visszafogásával magyarázható.

2004 első negyedévére a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján 3,7 százalékos körüli GDP-növekedést jelzünk előre az előző év azonos időszakához viszonyítva.

2004-ben az élénk vállalati konjunktúra mellett várhatóan folytatódik a versenyszektor beruházásainak fellendülése. A lakossági beruházások idén még várhatóan szintén gyorsan nőnek, amit az magyaráz, hogy a tavalyi évben ugrásszerűen megnőtt lakáshitel-felvétel és új építési engedély-szám nagyban meghatározza az idei lakossági beruházási aktivitást.

2005-ben az ideivel azonos mértékű gazdasági növekedést jelzünk előre. A nemzetgazdasági beruházások éves növekedése mérséklődik, mert ugyan a vállalati beruházások szintje továbbra is magas lesz, de a lakossági beruházások jelentősen mérséklődnek. A nettó export ebben az évben a belföldi kereslet visszafogott növekedése következtében már emeli a gazdasági növekedés ütemét.

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



IV. 1. 1. A külső kereslet alakulása

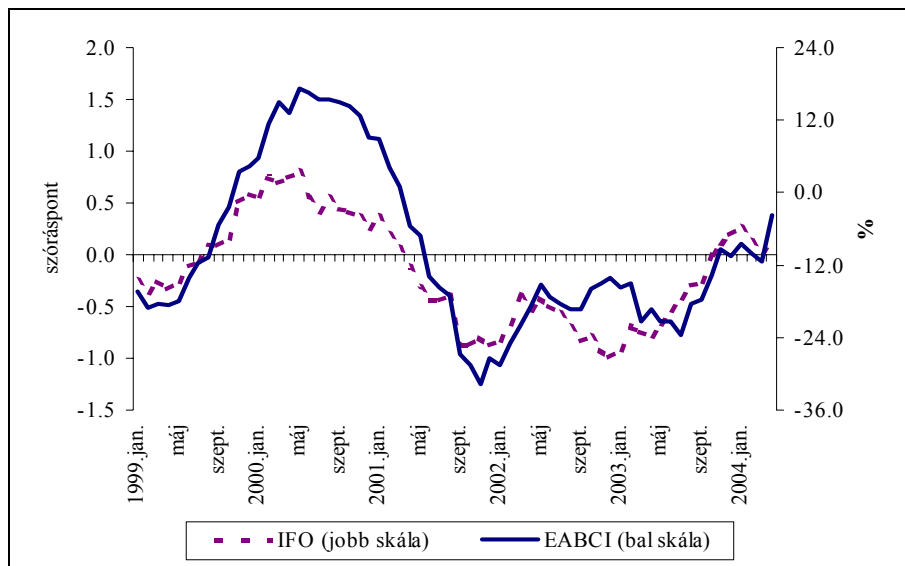
A világgazdaság növekedési kilátásait illetően továbbra is optimizmus uralkodik a gazdaságelemzők körében. Az Egyesült Államok erőteljes expanziót mutat, s ugyancsak élénk Japán és a dél-kelet-ázsiai térség gazdaságainak bővülése. A számunkra mérvadó európai konjunktúrával kapcsolatban ugyanakkor az alapvetően kedvező kép mellett némileg visszafogottabbá váltak a várakozások.

Az, hogy a tavalyi negyedik negyedév európai GDP-adatai valamivel alacsonyabbak lettek a vártnál, önmagában még nem lenne érv a lassabb felívelés mellett. A legtöbb európai gazdaság esetében ugyanis a kisebb növekedést a jelentős készletfeltöltések miatt alacsonyabb nettó export okozta, márpedig a készletfelhalmozás az eddig gyengélkedő belső kereslet élénkülését előlegezné meg. Az azóta napvilágot látott 2004. első negyedévi adatokból azonban intő jelek is kiolvashatók a felívelés intenzitását illetően.

A legjelentősebb kereskedelmi partnerünknek számító Németország a negyedik negyedévben még erős termelési adatokkal, magas új rendelésekkel és (az IFO üzleti klíma index alapján) javuló vállalati várakozásokkal rendelkezett. Az idei év első negyedéve során

azonban ezen mutatókban csökkenés mutatkozott, rontva az év elejére vonatkozó derülést. Hasonló a helyzet az eurózóna egészében, azaz rövid távon növekvő bizonytalanság hatja át a gazdasági növekedés mértékére vonatkozó prognózisokat.

IV-2. ábra: Az eurózóna (EABCI) és a német IFO kutatóintézet (IFO) üzleti indexe

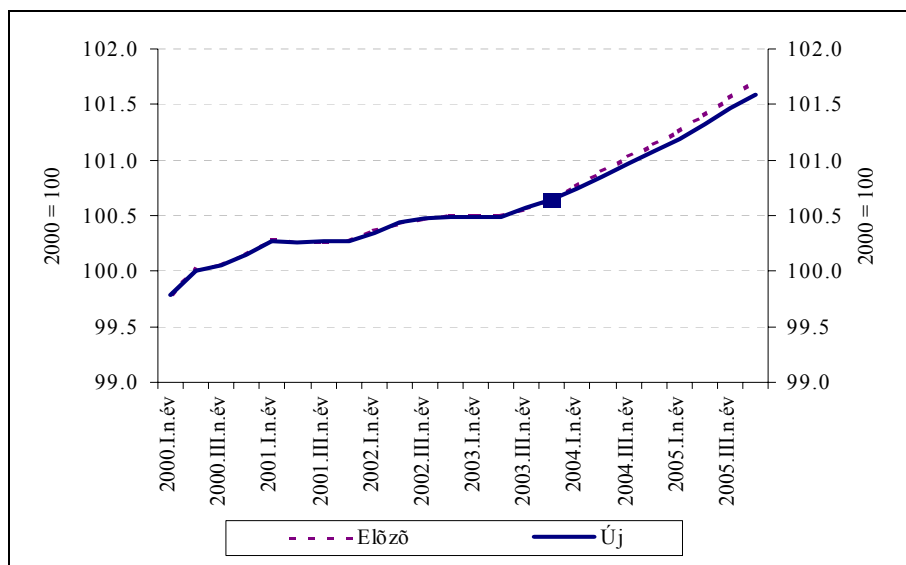


Az EABCI értelmezése: a különböző egyedi komponensekből (készletállomány, rendelésállomány stb.) kivont közös komponens a historikus szórás hányszorosával tér el a hosszú távú trendtől. Tehát a pozitív értékek jó üzleti várakozásokat, a növekvő értékek javuló üzleti bizalmat mutatnak. Hasonló az IFO értelmezése, csak ennek esetében a javuló és romló válaszok eltérésének százalékában adják meg az értékeket.

Mindehhez valamivel magasabb olaj- és nyersanyagárak társulnak, bár a határidős kontraktusokból számolt, feltételezett pálya alapján az olaj ára már 2004-ben csökkenőbe fordul, előrejelzési horizontunk végére a nyersanyagárak is lényegesen csökkennek.

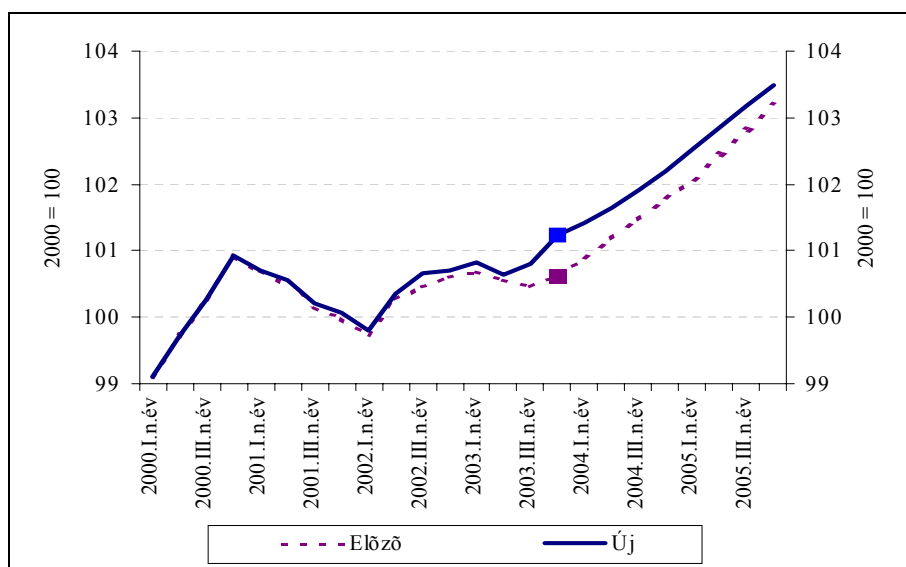
Külkereskedelmi partnereink GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzésünk a vártnál gyengébb európai konjunktúra miatt kissé visszafogottabb egyes nagyobb nemzetközi szervezetek előrejelzésénél. Ugyanez érződik az előrejelzési horizont vége felé exportpiacunk méretének (fő külkereskedelmi partnereink importja) prognózisában, itt azonban a 2003. év adatait érintő, pozitív irányú revíziók miatt valamelyest élénkebb bővülést valószínűsítünk 2004-re.

IV-3. ábra: Fő külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása* (log skála)



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

IV-4. ábra: Exportpiacunk méretének alakulása* (log skála)



* Főbb külkereskedelmi partnereink GDP szerinti áru- és szolgáltatásimportjának volumene a magyar exportszerkezet szerint súlyozva

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

	2003	2004	2005
	tény	előrejelzés	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülése			
MNB alap-előrejelzés	0,5	1,7	2,2
Európai Bizottság*		1,8	2,2
OECD**		1,6	2,4
IMF***		1,9	2,2
Exportpiacunk mérete			
MNB alap-előrejelzés	2,3	4,5	5,8
Európai Bizottság*		5,7	6,7
OECD**		5,4	7,5
IMF***		5,1	5,9

* Forrás: *Economic Forecasts, Spring 2004*

** Forrás: *Economic Outlook (2004. május)*

*** Forrás: *World Economic Outlook (2004. április)*

Az alappályához képest kisebb, lefelé irányuló kockázatokat érzékelünk. Ezek hátterében az Egyesült Államok fogyasztás vezérelt gazdasági bővülésének esetleges megtorpanása, a magas amerikai részvényárak visszaesése, a magas amerikai folyó fizetési mérleg hiány miatt továbbra is gyenge dollár (erős euró), illetve az európai cégeknek az amerikai versenytársakénál magasabb eladósodottsága húzódik meg.

IV. 1. 2. Az államháztartás helyzetének alakulása

Februári *Jelentésünk* teljes körű elemzést adott a 2004-2005. évi fiskális pályáról, ezért – minthogy a fiskális politika alapvetően éves ciklusú folyamat – most jellemzően az azóta bekövetkezett változásokat elemezzük.

Alap-előrejelzésünk szerint a kormány által 2004-re kitűzött hiány-cél – a 4,6 százalékos GDP-arányos ESA-hiány elérése – további évközi egyensúlyt javító intézkedések nélkül valószínűleg nem teljesül. A fiskális politika idén ennek ellenére jelentős mértékben járul hozzá a makrogazdasági egyensúlytalanság fokozatos kiigazításához. Ezt a hatást mutatja be, az úgynevezett „fiskális keresleti hatás” jelzőszám.

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, valamint a 2005. évi költségvetés tervezését megalapozó költségvetési irányelvek sem ismertek még, ezért a 2005. évi költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünket most is feltételes pályára építettük (lásd II. fejezetet). Ez az ún. normatív pálya – a kormány által elfogadott konvergencia program alapján – 2005-re 0,5 százalékos ESA-hiány javulást feltételez a 2004. évre várható egyenleghez képest. Ez fele a februárban feltételezett 2005-ös szigorításnak.

IV-3. táblázat: A fiskális jelzőszámok várható alakulása a GDP százalékában ¹⁰

Megnevezés	2003 előzetes	2004 előrejelzés	2005 feltevés*
1) GFS-hiány	-5,8	-6,5	-5,2
2) ESA által alkalmazott korrekciók	-0,1	+1,2	+0,4
3) ESA-hiány (1+2)	-5,9	-5,3	-4,8
4) Korrekció átmeneti tételekkel	-1,0	-0,9	-0,4
5) Kvázi-fiskális kiadások	-1,5	-0,9	-1,5
6) Kiegészített (SNA) hiány (3+4+5)	-8,3	-7,2	-6,7
7) Kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlege	-4,7	-3,3	-3,0
8) Fiskális keresleti hatás	-0,2	-1,6	-0,3

*Normatív pálya, feltételezve azt, hogy a 2005. évi ESA-hiány szintje a GDP 0,5 százalékával lesz alacsonyabb a 2004. évre várható GDP arányos ESA-hiány szintjénél.

**A kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magánnyugdíjpénztári befizetések változásával. A mínusz előjelű érték a fiskális kereslet szűkülését jelenti.

A 2004. évre várható fiskális egyensúly

A pénzforgalmi (GFS) egyenlegre vonatkozó alap-előrejelzésünk ugyanakkora GDP arányos hiány-szintet tartalmaz, mint a februári Jelentésünk.

Februári Jelentésünkben előrejelzésünket még a költségvetési törvény 2003. decemberében elfogadott előirányzataihoz hasonlítottuk. Mostani alap-előrejelzésünket a Pénzügyminisztérium (PM) honlapján, április 15-én közzétett – az előirányzathoz képest megemelt – GFS-hiány előrejelzéshez viszonyítjuk.

Prognózisunk szerint – további hiánycsökkentő intézkedések nélkül – az idei pénzforgalmi illetve az ESA-hiány 0,7 százalékponttal magasabb lehet a PM által vártnál.

IV-4. táblázat: 2004-es előrejelzésünk eltérése a PM áprilisi prognózisától
(pénzforgalmi szemléletben, milliárd forintban)

Állami költségvetés					Helyi önkorm.	Államháztartás összesen	
Áfa	TÁSA	Szja	Költségvetési kiadás	TB- egyenleg		Milliárd Ft	GDP százalékában
-45	-20	-40	0	-20	-20	-145	-0,7

A különbségből 0,5 százalékpontnyi eltérés a központi költségvetés bevételi oldalán jelentkezik, a társadalombiztosítás és az önkormányzati alrendszerrel további 0,1-0,1 százalékponttal várunk magasabb hiányát, mint a PM.

A központi költségvetésnél *adóbevételi oldalon* összességében a GDP 0,5 százalékpontjával várunk alacsonyabb bevétel-teljesülést, mint a PM. Legjelentősebb eltérés az áfa-bevételeknél van, előrejelzésünk szerint a PM által vártnál mintegy 45 milliárd forinttal (GDP 0,2 százalékpontjával) kevesebb nettó áfa-bevétel várható. A társasági adó és személyi jövedelemadó előrejelzésünk összességében további 60 milliárd forinttal alacsonyabb, amely a fennmaradó 0,3 százalékpontnyi eltérést okozza.

¹⁰ Az itt alkalmazott hiánymutatókról lásd bővebben: *Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához* c. MNB kiadvány 75-80. oldalát, a 2003. augusztusi Jelentés 76-77. oldalát, valamint a 2004. februári inflációs jelentés 84. oldalát.

A költségvetési adóbevételek várható alakulására vonatkozó prognózisok eltérése három – részben ellentétes – tényező eredő hatását mutatja. Az MNB előrejelzése a tavalyi makrogazdasági folyamatokból adódó, „trendszerű” adóalapbázist alacsonyabbnak ítéli meg, mint a PM, ami az alacsonyabb idejű adóbevételi prognózis irányába hat¹¹. Másik oldalon, az MNB ez évi makrogazdasági előrejelzése önmagában magasabb adóbevétel-növekedést alapozna meg, mint amivel a PM számol. De a makrogazdasági pályák különbözőségéből származó adóbevételi-többlet nem ellensúlyozza az adóalapok tavalyi alakulásának eltérő megítéléséből adódó bevétel-kiesési várakozásunkat. Ezen felül, előrejelzési elveinket követve nem vesszük figyelembe az adóbeszedési hatékonyság-javulásból vélelmezett adótöbbletet, mivel azok realizálására inkább hosszabb távon és a részletes intézkedési tervek alapján lehetne csak számítani.

A központi költségvetési körben összességében ugyanakkora *kiadással* számolunk, mint a Pénzügyminisztérium aktuális prognózisa. Jelezzük, hogy ezen belül a lakástámogatási kiadások esetében korábbi előrejelzésünknel most 13,0 milliárd forinttal nagyobb kiadástülpést várunk, ami megegyezik a PM által áprilisban közölt prognózissal. Ez is megerősíti korábbi elgondolásunkat, hogy a lakástámogatási rendszer tavaly decemberi szigorításának inkább 2005-től lesz jelentősebb hatása.

Februári előrejelzésünk készítésekor az akkor bejelentett takarékosági csomag konkrét intézkedései még nem voltak ismertek. Akkori feltételezésünk szerint a tervezett hiánycsökkentés a beruházási és működési kiadások visszafogásával valósult volna meg. Miközben a csomag mérete nem, addig a konkrét intézkedések eltértek az általunk feltételezettől. A várakozásainktól elmaradó mértékben került sor a bérek és a dologi kiadások visszafogására, ugyanakkor jelentősen magasabb lett a beruházások elhalasztásából, lassításából vagy törléséből származó megtakarítás, valamint az államháztartáson belüli pénzeszközök átadásából származó kiadás-megtakarítás¹². A takarékosági csomag intézkedéseinek a várttól eltérő szerkezete valószínűleg az általunk februárban feltételezettől kevésbé segíti a jövő évi költségvetési kiigazítás végrehajtását. A megvalósuló kiadáscsökkentés szerkezete ugyanis nem jelent hiányt mérséklő determinációkat a jövő évi költségvetés tervezésekor, mivel elsősorban a bér és dologi kiadások visszafogása jelenthet hosszabb távon effektív kiadás-megtakarítást a költségvetésben. Az államháztartáson belüli pénzeszköz átadásból származó megtakarítás, nem jelenti automatikusan az államháztartási szintű kiadások csökkenését, hiszen ez más forrásokból részben vagy egészben ellentételezhető.

A 2004-re vonatkozó fiskális előrejelzés részletei közül kiemeljük, hogy az államháztartási körben továbbra is a költségvetési törvényben megfogalmazott bérkiáramlással kalkulálunk. Tekintettel arra, hogy erre a többletkiadásra állami támogatás formájában nem számíthatnak sem a költségvetési intézmények, sem az államháztartás más alrendszereihez tartozó intézmények, ezért ebben a körben béremelést csak akkor feltételezünk, ha létszámleépítés valósul meg. Februári előrejelzésünkhöz hasonlóan, továbbra is azzal számolunk, hogy az államháztartásban foglalkoztatottak a törvényben előírt 2004. évi 13. havi juttatást 2005.

¹¹ Az MNB számításai szerint a gazdasági folyamatokból adódó nettó áfa-bevétel szintje 2003-ban mintegy 100 milliárd Ft-tal volt alacsonyabb, mint amit a Pénzügyminisztérium ez év áprilisában frissített prognózisa készítésekor feltételezett.

¹² Pénzeszközök átadása itt az államháztartáson kívülre és belülré átadott transfereket jelenti.

januárjában kapják meg, ezért pénzforgalmi szemléletben a 2004. évi átlagkereset növekedés a konkrét béremelések üteménél alacsonyabb lesz.¹³

A társadalombiztosítási alrendszerben mostani előrejelzésünk a GDP 0,1 százalékpontjával magasabb hiányt tartalmaz a PM által április közepén várthoz képest. Az alrendszer kiadási oldalán februári előrejelzésünkhöz képest új fejlemény a gyógyszerárak kormányzati intézkedésekkel történő mérséklése, illetve befagyasztása. Az intézkedés hatására korábbi előrejelzésünkhöz képest 20 milliárd forint megtakarítás várható a gyógyszer-támogatási kiadásoknál¹⁴.

A helyi önkormányzatoknál a GDP 0,1 százalékaival nagyobb hiányt várunk az előirányzott szinthez képest, amely megegyezik februári előrejelzésünkkel. Várakozásunk szerint a költségvetési törvényben elfogadott előirányzathoz képest magasabb lesz a dologi kiadások és beruházási ráfordítások teljesülése, amelyet csak részben lesz képes ellensúlyozni az általunk prognosztizált többlet-bevétel¹⁵.

A GFS és ESA-hiány közötti eredményszemléletű korrekcióra, az idei évben jelentkező nagyfokú módszertani bizonytalanság miatt, saját becslést most sem készítettünk. Az ESA-módszer szerint alkalmazott korrekciók hatása ugyanis 2004-ben átlagon felüli mértékben javíthatja a pénzforgalmi szemléletű hiányhoz képest az ESA egyenleget, mert a pénzforgalmi és eredményszemléletű áfa-bevételek között – az Unióhoz való csatlakozás következtében – nagy eltérés várható. Ezért továbbra is elfogadjuk a várható korrekció szintjére azt a mértéket (a GDP 1,2 százaléka), amely implicit módon adódik a PM által nyilvánosságra hozott 2004. évi ESA-hiány cél (4,6 százalékos GDP-arányos hiány) teljesítése és a PM által 2004-re várt pénzforgalmi hiány (5,8 százalék) különbségéből.

A fiskális politika egy másik, elemzési célú mérőszámához, az ún. *kiegészített (SNA) hiányhoz* meg kell tisztítanunk a fenti hiánymutatókat az átmeneti tételektől, valamint ki kell egészítenünk azokat, az ESA és GFS számbavételi körön kívüli kvázi-fiskális kiadásokkal. Ugyanakkor, azokat a kiadásokat nem vesszük figyelembe, amelyeknek tényleges keresleti hatása az adott költségvetési évben már nincs, így például a magántőke bevonásával végzett beruházások utólagos részletfizetéseit, az állam által 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, továbbá az állam olyan beruházásait, amelyek a jövőben közvetlenül nem a költségvetési előirányzatokat terhelik, hanem a magántőke bevonásával történik finanszírozásuk (ún. PPP konstrukció).

Az így kiegészített hiánymutató 7,2 százalékos GDP arányos hiányt jelez 2004-re, amely 0,4 százalékponttal magasabb a februári előrejelzésünkénél. A hiány előrejelzés emelkedése arra vezethető vissza, hogy legutóbbi előrejelzésünk készítésekor még nem volt ismert néhány új

¹³ A lakosság viselkedésére vonatkozó előrejelzésünk során az államháztartási bérkifizetést, vagyis a 2005. januárban kifizetésre kerülő ún. 13. havi bért 2004. évi bérkifizetéseknél vettük figyelembe, ebben a szemléletben az átlagkeresetek várható növekedése 7-8 százalék körül lesz 2004-ben.

¹⁴ Ez az intézkedés közvetlenül hat a 2004. évi inflációs előrejelzésünkre, az intézkedés részletesebb leírását lásd a III. 3. fejezetben.

¹⁵ Magasabb bevételi prognózisunk azon alapul, hogy az alrendszerben a 2003. évi bevételek teljesülése magasabb lett annál a szintnél, amelyet költségvetési törvény tervezésekor feltételezett a PM.

intézkedés, például az M5-ös autópálya továbbépítésének felgyorsítása, az agrár-megállapodás miatt az MFB kvázi-fiskális szerepvállalásának növekedése.

2004-es előrejelzésünk bizonytalansága

Februárhoz képest a kockázatok intervalluma 1,6 százalékról 1,4 százalékra mérséklődött, de látható, hogy feltételes előrejelzésünk szerint – további intézkedés nélkül – nagy valószínűséggel a kormányzat által kitűzött 4,6 százalékos ESA-hiány célnál magasabb hiány várható.

IV-5. táblázat: A 2004. évi GFS- és ESA-hiány előrejelzésünk bizonytalansági tényezői
(a GDP százalékában)

GFS-hiány alap – előrejelzése: -6,5 százalék			
Alacsonyabb hiányt eredményező scenáriók		Magasabb hiányt eredményező scenáriók	
A bázisidőszak áfakiesése visszafordul	+0,3	Vártnál nagyobb áfa-kiesés (EU csatlakozás miatt)	- 0,4
Makrogazdasági folyamatok hatása (adóbevétel, nyugdíjindexálás)	+0,2	Makrogazdasági folyamatok hatása (alacsonyabb bérpálya; magas nyugdíjas infláció)	- 0,1
Beruházások kivitelezése húzódik	+0,1	A fiskális folyamatok (önkormányzatok, intézmények) nagyobb ellentételező hatása	- 0,3
A pénzforgalmi kamategyenleg változásnak kockázata	+0,1	Egyes nyíltvégű kiadások vártnál nagyobb növekedése	- 0,1
		A pénzforgalmi kamategyenleg változásának kockázata	-0,1
GFS-hiány szélsőségesen kedvező esetben	-5,8	GFS-hiány szélsőségesen kedvezőtlen esetben	-7,5
GFS – ESA különbség feltevés: +1,2			
Beruházások esetleges eredményszemléletű korrekciója	-0,1	Csatlakozás miatti áfa-kiesés és a kamat eredményszemléletű korrekciója	+0,2
ESA-hiány szélsőségesen kedvező esetben	-4,7	ESA-hiány szélsőségesen kedvezőtlen esetben	-6,1

Alacsonyabb hiányszint kialakulásához vezetne, ha az áfa-bevételek növekedési dinamikája az év hátralévő részében felgyorsul. Ez esetben, akár 60 milliárd forintnyi nettó áfa-bevételi többletet is realizálhat a költségvetés alap-előrejelzésünkhöz képest. Másik oldalon, továbbra is úgy gondoljuk, az uniós csatlakozásunk miatt a belföldi fogyasztáshoz kapcsolódó áfa-bevételek átmeneti kiesésének kockázata a GDP 0,4 százalékát is elérheti.

Továbbra is valós kockázatnak tekintjük, hogy költségvetési fejezetek és intézményi előirányzatok részleges elvonása, illetve zárolása arra készítheti az intézmények egy részét, hogy a korábbi évekről áthúzódott pénzmaradványaik egy részének elköltésével 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. Februári előrejelzésünk összeállításakor még nem volt ismert, hogy az akkor bejelentett takarékosági csomag intézkedése 10 milliárd forinttal csökkenti a helyi önkormányzatok költségvetési támogatását. Az elvonás vagy az önkormányzati beruházások elhalasztásával járhat, vagy az alrendszer hiányának növekedését vonja maga után. Februári becslésünket a kockázat mértékét illetően – a fentiekre tekintettel - nem módosítottuk, a GDP 0,3 százalékára tehető az intézmények és alrendszerek alulfinanszírozásából adódó, nagyobb hiány irányába mutató kockázat.

Februárhoz képest új kockázati elemként jelent meg egyes állami beruházások kivitelezése és azok kiadásként történő elszámolása közötti időbeli eltérés eredményszemléletű korrekciója. Becslésünk szerint, a GDP 0,1 százalékpontját is elérheti az ilyen típusú – ESA hiányt növelő – korrekció kockázata.

A kamategyenleg – adott hozamgörbe mellett is jelentkező – számszerűsíthető kockázata a következő tényezőket tartalmazza: a tényleges finanszírozásnak a finanszírozási tervtől való eltérése, a privatizációs bevételek beérkezésének tervezett ütemétől való eltérése, valamint azt, hogy az új sorozatú államkötvények kamatszelvevényeinek eltérése az általunk feltételezett nominális kamatlábtól, illetve az új sorozatú államkötvények kamatfizetésének időpontja nem ismertek.

A 2005. évre várható fiskális egyensúly – előrejelzésünk bizonytalansága

Mivel 2005-re nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, ezért erre az évre a feltételes (normatív) pálya mellett egy kockázat (illetve szabály-) alapú számítást is készítettünk. Az előbbi képezi a *Jelentés* alap-szcenárióját, míg a szabályalapú – csak a már eldöntött intézkedéseket figyelembe vevő, illetve azokat számszerűsítő – előrejelzésünk és a normatív pálya közötti differencia a kormány által kitűzött pálya elérésének kockázatát – a további intézkedések szükségességének mértékét – reprezentálja.

Az alappálya évi 0,5 százalékos ESA-hiány csökkentés tervén alapul. Az ehhez szükséges jövőbeli intézkedés mértékét érzékelteti, hogy változatlan fiskális politika mellett 2005-ben a jelenleg látható determinációk és trendek az ESA-hiány mintegy 1,8 százalékos növekedését eredményeznék. Így a Kormány által tervezett, a 2005. évi költségvetésben érvényesítendő 0,5 százalékos GDP arányos hiány-csökkentéshez mintegy 2,3 százalékpontos kiigazítás adódik az ESA-hiány szintjén.

IV-6. táblázat: A fiskális jelzőszámok különböző előrejelzései 2005-ben

(a GDP százalékában)

	1	2	3	4 = 3 – 2
Hiány-mutatók	2004. évi alap-előrejelzés	2005. évi változatlan fiskális politika (determinációk)	2005. évi alap-előrejelzés (normatív pálya)	Kockázat
GFS-hiány	-6,5	-7,5	-5,2	2,3
ESA-hiány	-5,3	-7,1	-4,8	2,3
Kiegészített (SNA) hiány	-7,2	-8,2	-6,7	1,5

Mivel 2005-re alap-előrejelzésünk normatív pálya, ezért részleteit önállóan nem becsültük meg, de feltételezhető, hogy a bevételek növelésére összességében nem számíthatunk. Így a hiány csökkentése elsősorban a folyó kiadások csökkentése (a bérek és a dologi kiadások mérséklése) révén érhető el, továbbá valószínűsíthető, hogy a költségvetés a beruházási kiadásoknál elérhető megtakarításokkal fog alkalmazkodni a GFS – és ezen keresztül az ESA – egyenleg szintjén.¹⁶ Februári előrejelzésünkhöz képest, megnövekedett annak

¹⁶ 2005-re technikai feltevessel éltünk a GFS- és ESA-egyenleg közötti eredményszemléletű korrekció mértékére. Most is, a februári inflációs Jelentéshez hasonlóan, a GFS és ESA közötti eredményszemléletű korrekció múltbeli átlagát vettük alapul, amely alapján a GDP +0,4 százalék adódik eredményszemléletű korrekciónak, azaz feltételezésünk szerint ennyivel lehet kedvezőbb a 2005. évi ESA-egyenleg a pénzforgalmi szemléletű hiánynál.

valószínűsége, hogy az ESA egyenleg szintjén jelentkező beruházási kiadás-visszafogás egy részének ellentételezése a kvázifiskális kiadások növelésén keresztül történhet (például egyes beruházások részben vagy egészben magántőke bevonásával történő finanszírozása révén).

Várakozásaink szerint újból növekedni fog a hivatalos hiányon kívüli, ún. kvázifiskális kiadások súlya. Ezért az alap-pályához tartozó ESA és a kiegészített (SNA) hiány jelzőszámok közötti átmeneti tételek korrekciója növekedett februári előrejelzésünkhöz képest. A kvázifiskális kiadások között vettük figyelembe a veszteséges állami nagyvállalatok (MÁV, BKV) várható 2005. évi veszteségét, valamint a GFS-egyenlegben el nem számolt kvázi-fiskális típusú veszteségeket és egyéb halasztott fizetésű konstrukciókban megvalósuló, valójában állami beruházási tevékenységhez kötődő kiadásokra vonatkozó becslésünket. Az államháztartás kiadási szerkezetének általunk feltételezett módosulása következtében, a 2005. évi normatív pályához tartozó fiskális keresletszűkítés a GDP 0,3 százaléka körül alakulhat.

A normatív előrejelzés mellett az *alternatív*, szabályalapú előrejelzésünk készítésének célja az, hogy a most látható determinációk figyelembevételével olyan kockázatalapú előrejelzést adjon, amely megmutatja, hogy a fiskális politika beavatkozása nélkül hogyan alakulna az államháztartás egyensúlya.¹⁷

Számításaink szerint a most ismert determinációk közül az Európai Unióval kapcsolatos elszámolások az idei évhez képest 2005-ben a GDP 0,4 százalékaival rontják az egyenleget, a tételes egészségügyi hozzájárulás mértékének – hivatalosan már eldöntött - csökkentése a GDP 0,3 százalékaival növeli a hiány szintjét. Továbbá, az önkormányzatok beruházási ciklusa és a nyugdíjak indexálása egyaránt a GDP 0,2 százalékaival emeli a jövő évi hiány szintjét. A köztisztviselők és közalkalmazottak 13. havi bérkifizetésének ez évtől bevezetett új rendszere pedig önmagában a GDP 0,3 százalékaival növeli a jövő évi hiány szintjét.

A fentiek alapján, februári előrejelzésünkhöz képest becsült szabályalapú pályánk nem mozdult el számottevően.¹⁸ Szabályalapú előrejelzésünk a már meglévő determinációk miatt továbbra is a hiányszint feltételezhető emelkedését mutatja. Így a 2005. évi alap-előrejelzésünkhöz egy expanzív fiskális politika irányába mutató kockázat társul.

IV. 1. 3. A lakossági fogyasztás, beruházás illetve megtakarítás

Aktuális előrejelzésünkre nagy hatást gyakorolt, hogy – az előzetes adatközlésekkel ellentétesen – a KSH revideált adatai szerint már 2003-ban is észrevehetően lassult a lakosság fogyasztási kiadásainak növekedési üteme. Ugyanakkor az elmúlt év 7,6 százalékos fogyasztásbővülése még így is az elmúlt tíz év második legdinamikusabb éves növekedését jelentette (a csúcstól jelentő 2002 után).

A fogyasztás elmúlt két évben tapasztalt látványos felfutása miatt, a magyar lakosság fogyasztási hajlandósága¹⁹ 2003-ban már a fejlett európai gazdaságok között is az élmezőnybe tartozott. A dinamikusan növekvő fogyasztás illetve lakossági beruházás

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

¹⁸ A kiegészített (SNA) hiány szintjének 0,1 százalékpontnyi növekedése a korábbinál magasabb kvázifiskális kiadásokra vonatkozó becslésünk változásának hatása.

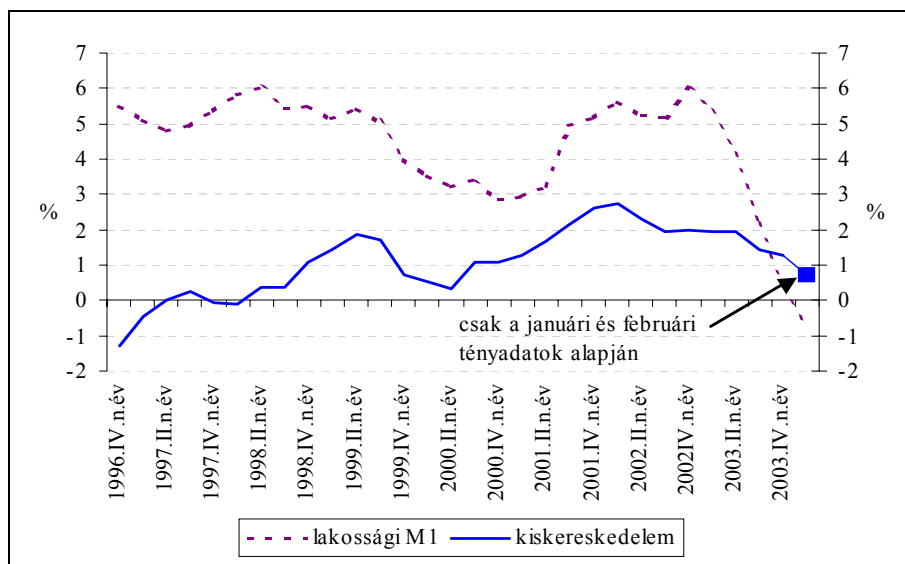
¹⁹ Fogyasztási hajlandóság alatt a rendelkezésre álló jövedelem (természetbeni transferek nélkül) fogyasztási kiadásokra felhasznált részét értjük, százalékban kifejezve.

eredményeként a szektor (nettó) pénzügyi megtakarítása tavaly alig haladta meg a zérus szintet (0,2 százalék a GDP arányában).

A 2004 első hónapjaiban eddig ismerté vált indikátorok, várakozásunknak megfelelően a lakossági fogyasztás növekedési ütemének további erőteljes mérséklődésére utalnak. Különösen látványos visszaesést tapasztalhatunk a háztartások birtokában lévő likvid pénzügyi eszközök (készpénz és látra szóló betétek) reálértékében. Bár a lakossági M1 ilyen mértékű – több hónapon át tartó – visszaesését korábban nem tapasztalhattuk, ám tapasztalataink szerint az említett pénzaggregátum és a kiskereskedelmi forgalom – és ezen keresztül a fogyasztás – közötti kapcsolat szignifikánsnak tekinthető. 2004 elején a háztartások likvid pénzeszközeinek jelentős mérséklődése vélhetően a lekötött betéteken elérhető magas reálkamat valamint az indirektadó-emelés hatására felpörgő infláció együttes hatásának az eredménye.

IV-5. ábra: A reál lakossági M1* és a kiskereskedelmi termékforgalom volumenének változása

(előző negyedévhez képest, mozgóátlaggal simítva)

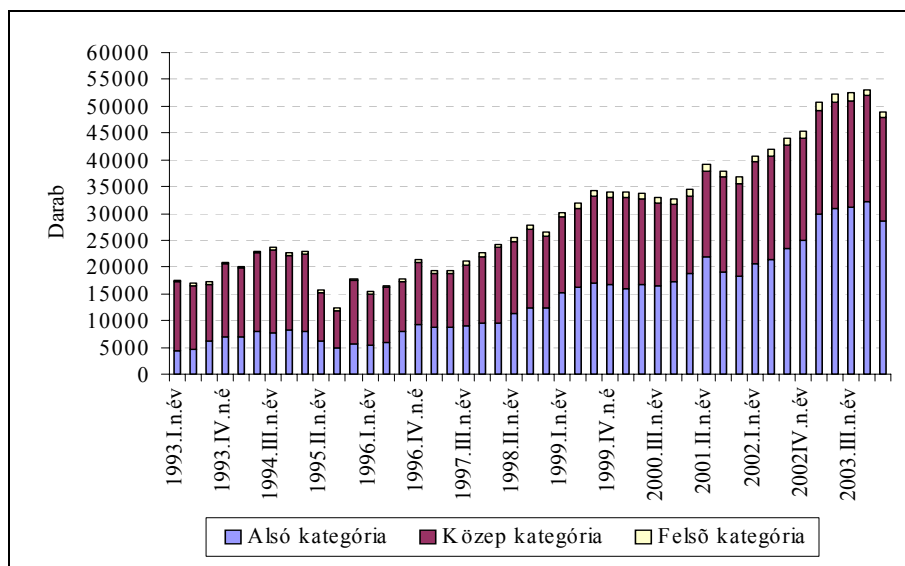


* A lakossági M1 a szektor birtokában lévő készpénz illetve látraszóló-betétek összege

A fogyasztás növekedésének idei év eleji lassulását nemcsak a már említett közvetett indikátorok, hanem a fogyasztási kiadásokkal közvetlen kapcsolatban álló mutatószámok is egyértelműen jelzik. Az idei év első két hónapjában jelentősen mérséklődött a kiskereskedelmi eladások volumenének növekedési üteme. A jármű- és üzemanyagforgalmat is tartalmazó adatok alapján 2004. januárjában 5,6 százalékkal, míg februárban 4,5 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, ami jelentős visszaesést jelent a 2003-as átlagos 8,6 százalékos bővüléshez képest.

A kiskereskedelmi forgalom lassulásában jelentékeny szerepet játszott a gépjármű-értékesítés forgalmának visszaesése. Szezonálisan igazított adataink szerint az idei év első negyedévében megállt az új gépjármű-értékesítés 2002 eleje óta tapasztalt fokozatos bővülése (ugyanakkor megjegyezzük, hogy az idei év első három hónapjában tapasztalt alacsony eladási számokat részben az EU-csatlakozás illetve a regisztrációs adók alakulása miatti bizonytalanság, részben pedig az alacsony kereskedői készletek miatt megnövekedett várakozási idő is okozhatta).

IV-6. ábra: Az új gépjármű-értékesítés forgalmának alakulása*
(szezónálisan igazított idősor)



* Forrás: Magyar Gépjárműimportőrök Egyesülete

Az említett mutatók alakulása alapján 2004. első félévében továbbra is a lakossági fogyasztás lényegi lassulására számíthatunk, ami ez év második felében érheti el mélypontját. Ezen időszakban a szektor fogyasztási kiadásai szintjünkben, reálértéken fokozatosan már akár csökkenhetnek is.

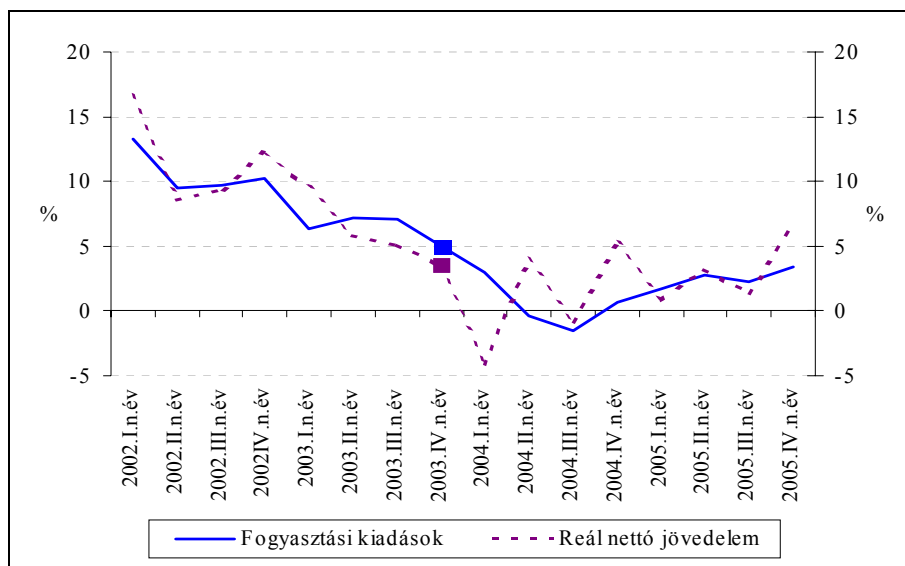
IV-7. táblázat: A lakossági jövedelem, fogyasztás és felhalmozás alakulása
(előző év azonos időszakához képest, százalékban)

		Reál nettó lakossági jövedelem*	Fogyasztási kiadások reálértéke	Felhalmozási kiadások reálértéke
2002	Tény/beccslés	11,4	10,3	13,4
2003		8,3	7,6	5-15
2004	Előrejelzés	1,5	2,7	0-10
2005		2,5	1,3	(-10)-0

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

A háztartások fogyasztási kiadásainak hosszabb távú alakulásáról részben a szektor várható jövedelemfolyamatainak ismeretében, részben pedig a gazdasági felzárkózás részeként kialakuló új egyensúlyi fogyasztási pálya feltérképezésével formálhatunk véleményt.

IV-7. ábra: A lakosság fogyasztási kiadásainak és jövedelmének alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütem)

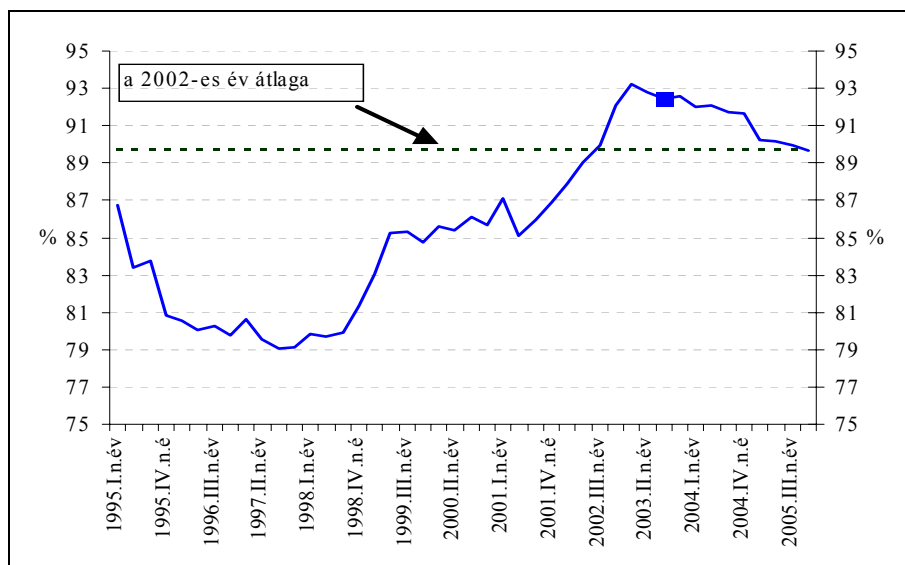


A lakosság által kapott nettó keresetek valamint pénzügyi transzferek összege (ezek adják a teljes lakossági rendelkezésre álló jövedelem közel kétharmadát) az elmúlt három évben reálértéken átlagosan több mint 8 százalékkal emelkedett. Ez egyrészt az alacsony inflációs környezethez lassan alkalmazkodó vállalati bérezési magatartás, másrészt a fiskális lazítás eredménye.

Az idei évben kirajzolódó bérfolyamatok illetve feltételezett fiskális konszolidáció eredményeként a korábban dinamikus reálbér-növekedés a továbbiakban már nem lesz jellemző. A bérezési dinamika jelentős mérséklődése önmagában is behatárolja a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedési lehetőségeit. Szintén a fogyasztási hajlandóság csökkenését eredményezheti 2004-ben – előrejelzésünk szerint – az átmenetileg emelkedő munkanélküliségi ráta is.

Kérdéses ugyanakkor, hogy hosszú távon a háztartások fogyasztási hajlandósága hogyan képes alkalmazkodni a csökkenő jövedelemdinamikával illetve a fiskális szigorítással jellemezhető gazdasági környezethez. A gazdasági felzárkózás részeként illetve az egyre növekvő banki verseny eredményeként a fogyasztási hajlandóság – párhuzamosan a fogyasztási hitelek illetve lízingügyletek széleskörű elterjedésével – 2001 végéig fokozatosan, mintegy 87,5 százalékos szintre növekedett. Ebben az átállási folyamatban okozott egy további robbanásszerű növekedést az államilag támogatott lakáshitelezés 2002. évi – használt lakásokra történő – kiterjesztése, hiszen az így felvett kedvezményes hitelek mintegy 15-30 százaléka vélhetően fogyasztási célú felhasználást eredményezett.

IV-8. ábra: A háztartások fogyasztási hajlandóságának alakulása*



* Fogyasztási hajlandóság alatt a rendelkezésre álló jövedelem (természetbeni transzferok nélkül) fogyasztási kiadásokra felhasznált részét értjük

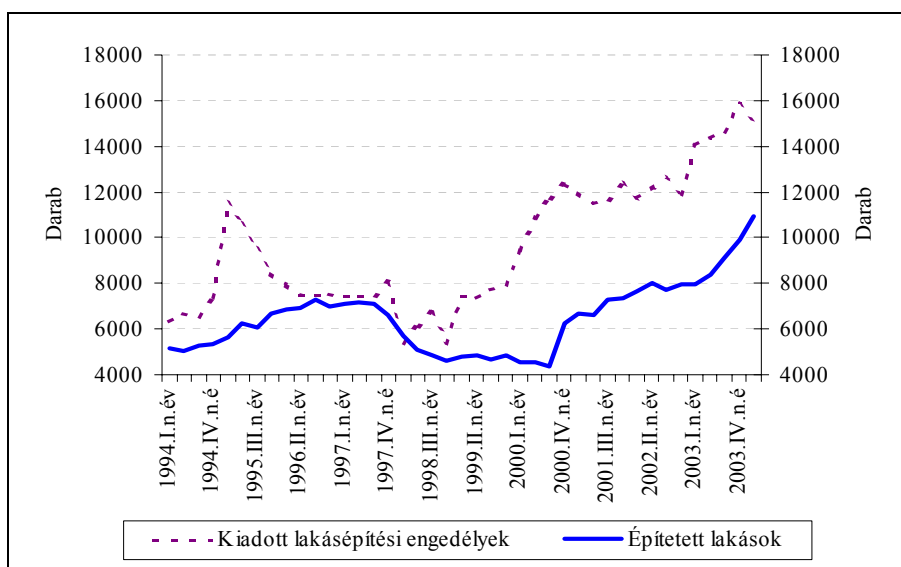
A szektor fogyasztási kiadásainak a rendelkezésre álló jövedelmekre vetített aránya számításaink szerint 2003-ban megközelítette a 93 százalékot. Mivel ez a – nemzetközi összehasonlításban is – magas fogyasztási hányad döntően az államilag támogatott lakáshitelezés eredményeként alakult ki, így a tavaly jellemző fogyasztási hányad a rendszer tavalyi szigorításával hosszú távon feltehetőleg már nem lesz fenntartható. Értékelésünk szerint 2005 végére a lakosság fogyasztási hajlandósága a 2001-2002-es átlag (90 százalék) környékére mérséklődhet. A támogatott lakáshitelek megszigorításával ugyanis a fogyasztási hajlandóság hosszú távon ismét a felzárkózási folyamatnak megfelelő, a fogyasztási célú hiteldöntésekkel jobban összhangban lévő egyensúlyi pálya irányában mozdulhat.

A lakosság felhalmozási kiadásainak alakulása

2003-ban jelentősen befolyásolta a szektor beruházási magatartását az államilag támogatott lakáshitelezési rendszer – várt és végül bekövetkezett – megszigorítása. Vélhetőleg részben a szigorítással kapcsolatos várakozások hatására, a tavalyi évben korábban sohasem tapasztalt összeggel – mintegy 730 milliárd forinttal - növelték a háztartások ingatlanhitelek állományát. Bár ezen hitelfelvételeknek alig több mint egy harmada kapcsolódik új lakás építéshez, ám a hitelfelvétel mértéke még így is jelentős – különösen az év második felében – a korábbi évek alacsony hitelkeresletéhez képest.

A hiteligenlések jelentős élénkülésének tulajdoníthatóan 2003-ban jelentékenyen növekedett – mintegy 21 százalékkal - a kiadott lakásépítési engedélyek száma, ami részben szintén a támogatási rendszer átalakításának hatására fellépő előrehozott kereslet eredménye. A korábbi évek tapasztalatai szerint az engedélyek számában tapasztalt változások 3-4 negyedéves átfutási idővel az átadott lakások számában és ennek megfelelően a lakossági beruházásokban is éreztetik hatásukat.

IV-9. ábra: Az átadott lakások és a kiadott lakásépítési engedélyek számának alakulása



Idén még aktív lakossági beruházási tevékenységre számítunk, amelynek eredményeként a háztartások felhalmozási kiadásai akár a tavalyi év növekedési ütemének közelében bővíthetnek. 2004. első negyedévének lakáshitel adatai egyelőre ezen véleményünket látszanak megerősíteni, hisz mind az új lakás építésére felvett hitelek összege, mind pedig az aláírt hitelszerződések száma meghaladja a tavalyi év hasonló adatainak mértékét, ami természetesen egyben a tavalyi év végén beadott hitelkérelmek áthúzódó hatásának az eredménye.

Az államilag támogatott lakáshitelezés megszigorítása a lakossági beruházásokban vélhetően 2005-től érezteti a tényleges hatását, így a szektor reál-felhalmozása jelentősen mérséklődhet (a hosszabb távú makrogazdasági hatásokról bővebben lásd: a 2004. februári *Jelentés* V.3. fejezetét). Ugyanakkor megjegyezzük, hogy a visszaesés mértéke nagymértékben függhet a bankrendszer által kínált alternatív lakáshitel lehetőségek (például deviza alapú lakáshitel) elterjedésétől.

A háztartások pénzügyi megtakarításai

2004-ben a jelentősen lassuló fogyasztási és az elmúlt év döntései által nagyrészt determinált felhalmozási kiadások mellett a háztartások várhatóan csak csekély mértékben lesznek képesek növelni pénzügyi megtakarításaik szintjét. Ugyanakkor 2005-ben a fogyasztási kiadások további lassulásával valamint a beruházások szintjének csökkenésével párhuzamosan a szektor jelentősen javíthat nettó pénzügyi pozícióján, amely hosszabb távon ismét a 2002-es évben tapasztalt 4-5 százalékos körüli pénzügyi megtakarítási ráta²⁰ kialakulását eredményezheti.

²⁰ A pénzügyi megtakarítási rátán a (nettó) pénzügyi megtakarításoknak a rendelkezésre álló jövedelemre vetített arányát értjük.

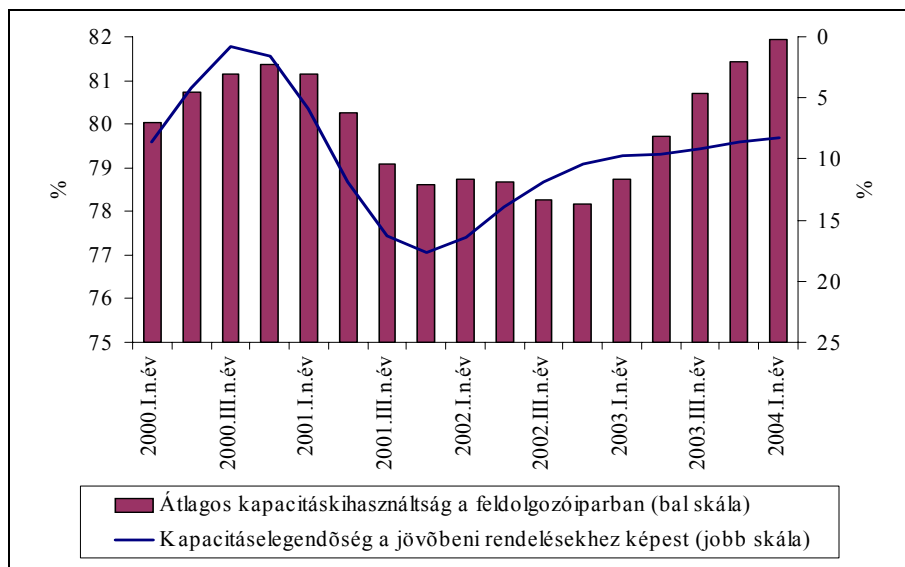
IV. 1. 4. Vállalati beruházások és készletfelhalmozás

Már a külső konjunktúra 2000. év végi fordulatakor világosan kirajzolódott, hogy a hazai vállalati beruházások különösen érzékenyen reagálnak az üzleti ciklusra. A világgazdasági recesszió kezdetén ugyanis a hazai vállalati beruházások nagyon erőteljesen lelassultak. A külső konjunktúra 2003. második félévi felgyorsulásakor hasonlóan élénken, erős növekedéssel reagáltak a vállalati, s különösen a feldolgozóipari beruházások.

Az adatokban megmutatózó erős fellendülés mögött a konjunkturális okokon túl az is meghúzódik, hogy a KSH 2000-ig visszamenőleg jelentősen felfelé revidálta a nemzetgazdasági beruházás számokat, ami a vállalati szektort erősen érintette (korábbi *Jelentéseinkkel* szemben a revidált tények alapján a vállalati kör beruházásai már 2002-ben is nőttek). Az amúgy is zajos beruházási idősorok jövőbeli alakulása szempontjából mind a revízió, mind a nagyon magas ütemű 2003 második félévi növekedés további bizonytalanságot eredményezett.

Előrejelzésünkben, rövid távon a hazai konjunktúra-felmérésekre támaszkodunk, amelyekből egyértelműen a kapacitáskihasználtság növekedése, a tervezett aktivitási szinthez képest alacsony meglévő kapacitások rajzolódnak ki. Ezekből viszonylag intenzív növekedésre lehet következtetni, bár a tervezett kapacitásbővítések már nem nőnek olyan gyors ütemben, mint 2002 folyamán. Emellett a teljes vállalati körben a negyedik, míg a feldolgozóipari vállalkozások körében a harmadik és a negyedik negyedévi bővülést olyan kiugróan magasnak véljük, hogy azok fennmaradására még rövidtávon sem számítunk. Ezért már 2004 első két negyedévében is lényegesen alacsonyabb dinamikával számolunk a 2003. év végén megfigyelhetőnél.

IV-10. ábra: Jelenlegi és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban
(trend idősorok a Kopint-Datorg felmérése alapján)

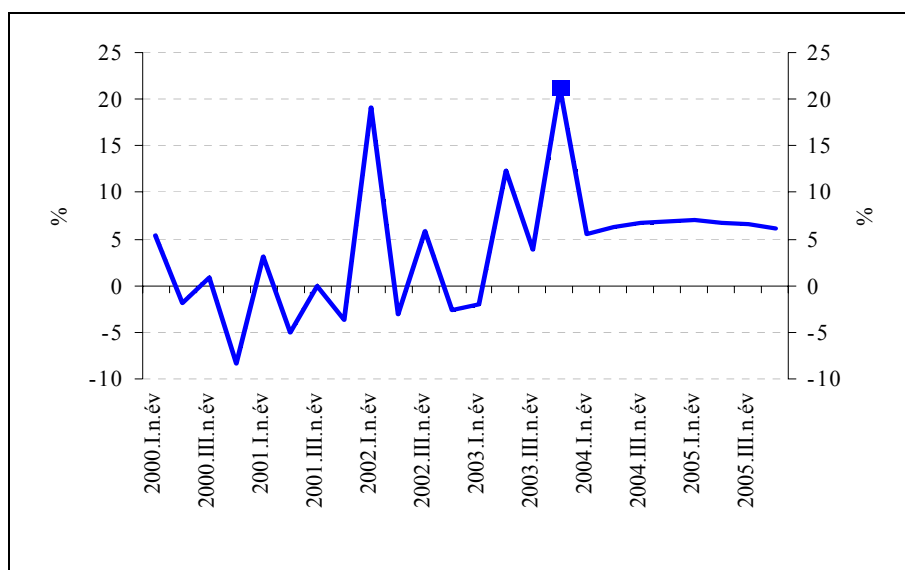


Középtávon ugyanakkor a korábbi magas reálbér-növekedés következtében megrágtult munkaerő tőkével való folytatódó helyettesítése miatt valamelyest stabilabb, erőteljesebb növekedésre számítunk, bár a tőke költségek reálnövekedése az előrejelzési horizont vége felé valamelyest mérsékli a növekedés dinamikáját. 2004-ben éves átlagban közel 9 százalékos, 2005-ben pedig valamivel 7 százalékos alatti növekedést jelzünk előre a vállalati

beruházásokban. Ez valamivel gyorsabb felzárkózást jelent az EU fejlettebb gazdaságainak megfelelő tőkeállomány/kibocsátás arány irányába.²¹

A vállalati szektor beruházásain belül továbbra is a feldolgozóipar játszik húzó szerepet. A piaci szolgáltatásokban (ahol a tőke-munka helyettesítés lényegesen kisebb jelentőségű) jóval kisebb lesz a beruházások növekedési üteme. Ez a szektorális elnyílás a két szektor között a termelési kilátásokban is visszaköszön.

IV-11. ábra: A vállalati beruházások volumenének alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)

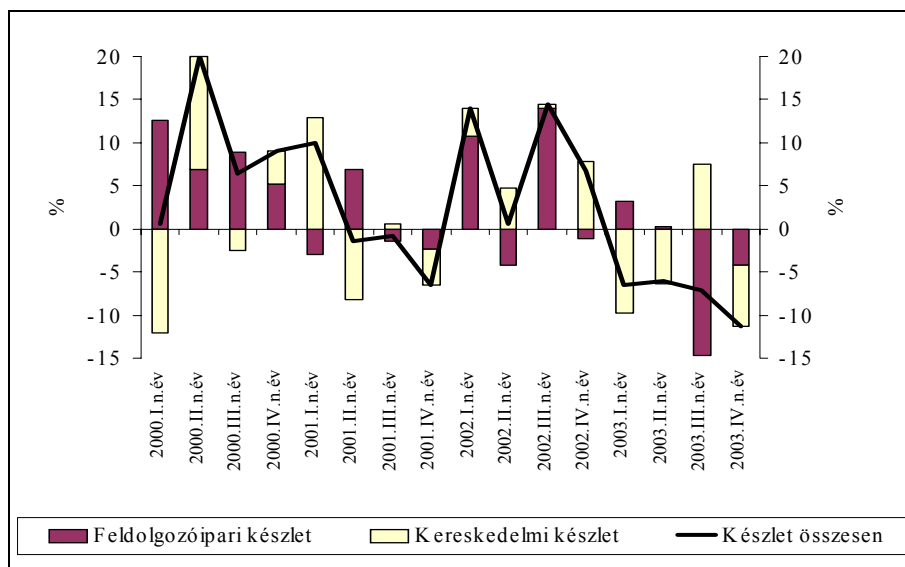


A készletek alakulásában egyelőre kevésbé a konjunktúra magyarázó hatása, mint inkább a nyilvántartás módszertani sajátosságai mutatkoznak. Így a 2003. második félévi erős beruházás-növekedés egyik forrása kétségtelenül a korábban vélhetőleg a feldolgozóipari készletek között nyilván tartott még nem aktivált beruházások voltak. Ez a feldolgozóipari készletek váratlanul erős harmadik negyedévi visszaesésében meg is mutatkozott, és kisebb mértékben ugyanez a negyedik negyedévben is megfigyelhető volt. Az előrejelzési horizontunk első felében azonban már a konjunktúra alakulásának megfelelő fokozatos, bár enyhe, növekedést várunk a feldolgozóipari készletek állományában.

A kereskedelmi készletek azonban a lakossági fogyasztás lassulásával várhatóan jelentősen csökkennek, így a nemzetgazdasági készletállományban az előrejelzési horizontunkon csökkenésre számítunk.

²¹ A magyarországi tőkeállományra készült becslés (Pula Gábor: A magyarországi tőkeállomány becslése. MNB Füzetek 2003/7) alapján 1999-ben a hazai vállalati állami együttes tőkeállomány/kibocsátás-hányados értéke 1,5 volt, míg a fejlettebb országokban az ezzel összehasonlítható módszerrel képzett tőkeállomány/kibocsátás-hányadosok értéke inkább 2 körül volt.

IV-12. ábra: A feldolgozóipari és a kereskedelmi készletállomány alakulása
(évesített negyedéves növekedési hozzájárulások)



IV. 1. 5. Külkereskedelem

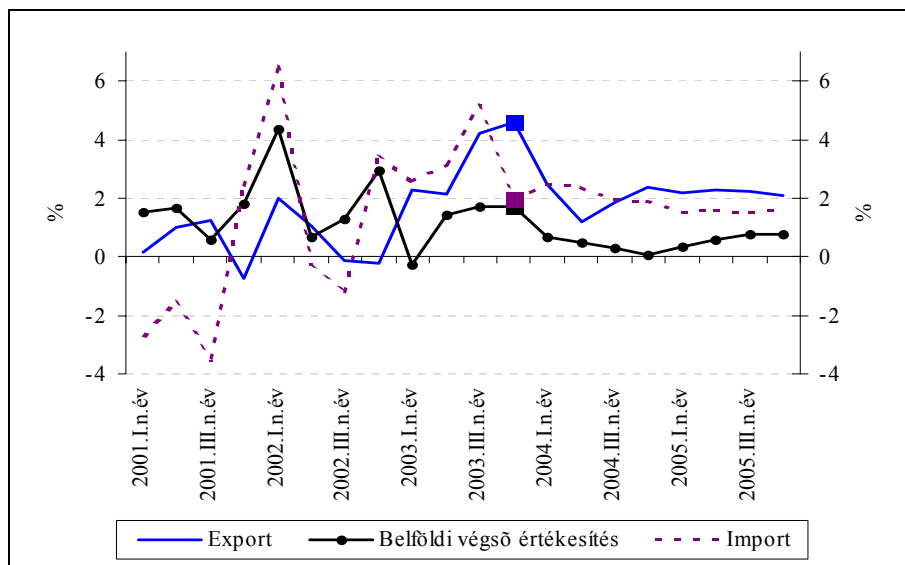
2003-ban a KSH publikációja szerint a nemzetgazdasági export 7,2 az import pedig 10,3 százalékkal nőtt.²² A hazai vállalatok kivitele a tavalyi év utolsó hónapjaiban gyorsan nőtt, a magyar export igen erőteljesen reagált a külső konjunktúra élénkülésére.

A kedvező külső kereslet hatására alap-előrejelzésünkben az export dinamikus növekedését vetítjük előre. 2004-ben a nemzetgazdasági export volumenének 10,8 százalékos növekedése mellett az import valamivel kisebb 10,3 százalékos bővülését prognosztizáljuk. 2005-ben a nemzetgazdasági export 9,2 százalékos növekedésével párhuzamosan a belföldi kereslet alacsonyabb növekedése következtében mérsékeltebben, mintegy 7,1 százalékos import növekedést jelzünk előre.

A februári *Jelentés*ben bemutattuk az áruexport gyorsuló növekedését a tavalyi év második félévében. A januári és februári áruexportra vonatkozó havi adatok továbbra is erőteljes gyorsulást mutatnak. Az áruimport növekedése a tavaly negyedik negyedben már elmaradt az exporttól, és ez a tendencia az első két hónapban is folytatódott.

²² A külkereskedelmi adatokban a KSH újabb adatrevíziót hajtott végre: a szolgáltatásoknál elszámolt re-export tevékenységnél áttért a korábbi bruttó elszámolásra a nettó elszámolásra. Ez a korrekció 1998-ig megváltoztatta a nemzeti számlák szerinti export és import adatokat és a fizetési mérleg szolgáltatás export és import forgalom adatát. A szolgáltatások export és import adata jelentősen, de ezek egyenlege csupán kis mértékben változtak. A korrekció 2003-ra vonatkozóan különösen nagy mértékű volt: a nemzetgazdasági export és import esetében is mintegy 2 százalékponttal alacsonyabb növekedési ütemet kapunk az új adatok alapján, mint a korábbi módszertan szerint. Ez a magyarázata a februári *Jelentés*ben közölt 2003-as külkereskedelmi forgalom becslésünk és tényadatok közötti eltérésnek. (vö. VI. 1. 1 fejezet).

IV-13. ábra: A külkereskedelem és a belföldi végső értékesítés alakulása
(évesített negyedéves növekedés)



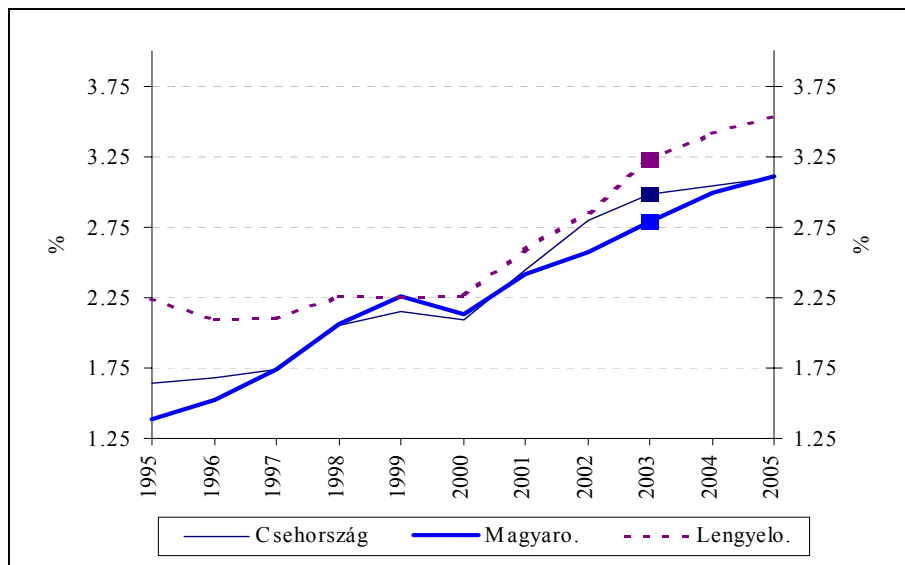
Az idei évre vonatkozó előrejelzésben az áruexport továbbra is gyors növekedést jelezünk előre. Az idegenforgalom esetében azonban várhatóan folytatódik a tavalyi kedvezőtlen trend, és emiatt a nemzetgazdasági export növekedése elmarad az áruexportétól. Az áruimportra vonatkozó előrejelzésünk a tavalyihoz hasonló ütemű növekedést jelez, mert a beruházási kereslet élénkülése miatt nem számíthatunk számottevő importkereslet mérséklődésre. Az import esetében a szolgáltatások importja csak kisebb mértékben marad el az áruforgalom bővülésétől.

2005-ben a lakossági fogyasztás növekedése várhatóan mérséklődik és a beruházások növekedése is jóval alacsonyabb ütemű lesz, így a kedvező külső konjunktúra mellett a továbbra is élénk export bővülése már számottevően meghaladja az importét.

Az Európai Bizottság legfrissebb, az Európai Unióra és a szomszédos országokra vonatkozó prognózisát felhasználva elkészítettük a külpiazi részesedések előrejelzését is. A tavalyi évben az évközi adatok alapján Magyarország külpiazi részesedésnek átmeneti visszaesését tapasztalhattuk. Az éves adatok alapján ez megfordult és 2003-ban a korábbi évek tendenciájának megfelelő ütemben sikerült növelnünk részesedésünket az EU piacokon. Az elmúlt évek tendenciáit elemezve az is megállapítható, hogy külpiazi részesedésünk alakulásában a 2001-2002 folyamán bekövetkezett reálfelértékelődés hatása sem látszik, ami alapján úgy tűnik, hogy a hazai export reálfolyam érzékenysége viszonylag alacsony.²³ Az Európai Bizottság előrejelzései alapján a korábbi évek trendje folytatódik a jövőben is. Magyarország és Lengyelország hasonló gyors ütemben lesz képes növelni külpiazi részesedését. Csehország az előrejelzés szerint kisebb ütemben növeli piaci részesedését.

²³ A magyar ipari termelés reálfolyam érzékenységét elemzi Cseh- és Lengyelországgal összehasonlítva a VI. 3. fejezetben

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



*Forrás: Európai Bizottság előrejelzése 2004. április, Magyarország esetében MNB előrejelzése. A piaci részesedést az EU országok EU-n kívüli országokból származó importján belül határoztuk meg.

IV. 1. 6. Külső egyensúly

2003-ban a 2004-től érvényes új módszertan szerint, az újrabefektett jövedelmekkel számított folyó fizetési mérleg hiánya 6,5 milliárd euró, a GDP arányában 8,9 százalék volt. Előrejelzésünkben 2004-ben némileg (8,3 százalékra), majd 2005-ben lényegesen, a GDP arányában mintegy 7 százalékra mérséklődik a folyó fizetési mérleg hiánya.²⁴

A 2004. március 31-én megjelent adatok alapján a külföldiek Magyarországon újrabefektetett jövedelmének elszámolása tavaly a GDP több mint 3 százalékpontjával emelte a folyó fizetési mérleget és a külső finanszírozási igényt. Ez mintegy fél százalékponttal magasabb, mint korábbi becslésünk volt. Mint már a korábbiakban is hangsúlyoztuk, az újra-befektetett jövedelem elszámolása önmagában nem jelent többletfinanszírozási igényt, mert ugyanolyan mértékben megemeli a külföldiek magyarországi tőkebefektetéseit is, és így automatikusan finanszírozódik.

²⁴ Az új fizetési mérlegről és annak módszertani kérdéseiről lásd a MNB 2004. március 31-én megjelent közleményeit. (www.mnb.hu)

IV-8. táblázat: A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási helyzete
(a GDP százalékában, ha külön nem jelezzük)

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

*Ez a számítás nem feltétlenül egyezik meg az államháztartási hiány egyéb megközelítéseivel.

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

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

2003-ban a végleges adatok alapján az állami szektor finanszírozási igénye a GDP 0,8 százalékával csökkent, miközben a magánszektor finanszírozási képessége a GDP 3 százalékával esett vissza. A fizetési mérleg hiányának növekedése tehát – a csökkenés ellenére továbbra is magas államháztartási finanszírozási szükséglet szint mellett – főként a lakosság finanszírozási képességének esése magyarázható. A lakosság megtakarítói pozíciójának változása a fogyasztás magas szintje mellett az államilag támogatott lakáshitelezés következménye volt. A vállalati szektor beruházási ciklusának felívelése ugyancsak emelte a magánszektor finanszírozási igényét.

2004-ben a külső finanszírozási igény már határozottan mérséklődik, de ennek kedvező hatása a folyó fizetési mérlegre – az EU-elszámolások asszimetriája miatt – még nem jelentős (ld. alább). Az idei évre az állami szektor finanszírozási igényének közel 1 százalékos csökkenését becsüljük. A lakosság megtakarítói pozíciója nem emelkedik számottevően: bár a fogyasztás növekedési üteme mérséklődik, a lakásberuházások idén még tovább növekednek. A vállalati beruházások magas szinten maradnak, de jövedelmezőségük is nő, így a vállalati szektor finanszírozási igénye némileg csökken.

2004-ben a folyó fizetési mérleg hiányának változását az EU elszámolások módszertana is befolyásolja. Az EU elszámolások becslésünk szerint a GDP 0,2-0,3 százalékával emelik a hiányt, mert Magyarország befizetési „vizonzatlan átutalásként” a folyó tételek között szerepelnek, míg a kapott transzferek egy része a tőkemérlegben jelenik meg.²⁵

2005-ben a külső finanszírozási igény várhatóan számottevően mérséklődik és ebben az évben ez már a folyó fizetési mérlegben is jelentkezik. A fiskális pályában feltételezett fél százalékos hiány csökkenés alapján 0,5 százalékkal csökken az államháztartás finanszírozási igénye. A háztartások nettó hitelnyújtó pozíciója határozottabban emelkedik a fogyasztás alacsony szintje és a lakásberuházások visszaesése következtében. A vállalatok nettó

²⁵ Az EU-val kapcsolatos elszámolások folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatásáról ld. a februári *Jelentés* III.1.7 fejezetbeli keretes írást.

A tőkemérleg egyenlege a korábbi években a GDP mintegy 0,5 százalékát kitevő többletet mutatott és az előrejelzési időszakban is ezt feltételezzük. 2003-ban egyedi tényezők miatt volt a tőkemérleg egyenlege negatív.

finanszírozási igénye nem változik, mert felhalmozási kiadásaik jövedelmezőségükkel arányosan nőnek.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Az újra-befektetett jövedelem elszámolása módosította a folyó fizetési mérleg finanszírozásának szerkezetét, és megnövelte a működőtőke finanszírozás arányát. Amíg a korábbi években fontos szerepet játszott a működőtőke beáramlás, addig 2003-ban a megelőző évekhez képest kis részt jelentett a hiány finanszírozásában. Ennek oka elsősorban a magyar vállalatok majdnem másfélmilliárd eurót elérő külföldi tőkebefektetése, illetve a korábbi évek külföldről származó tulajdonosi hiteleinek nagymértékű visszafizetése volt. A visszaeső működőtőke-beáramlást a folyó fizetési mérleg finanszírozásában elsősorban a jelentős mértékű külföldi hitelfelvétel és a külföldi befektetők 1,7 milliárd eurónyi magyar állampapír-vásárlása ellensúlyozta. A magánszektor külföldi hitelfelvételén belül meghatározó volt a bankrendszer forrásbevonása, ami a vállalati és a pénzügyi vállalati szektor devizahiteleinek nagyarányú növekedésével járt együtt. A finanszírozás szektorok közötti megoszlását tekintve a magánszektor közel 4,5 milliárd euró, míg az MNB-vel konszolidált államháztartás 2,2 milliárd eurót vont be. A finanszírozáson belül az elmúlt években – 2000-től eltekintve – mindig a nem adóssággeneráló finanszírozás volt meghatározó, de 2003-ban újra az adóssággeneráló tételek biztosították a finanszírozás közel kétharmadát.

2004-ben az államháztartás finanszírozási igényének várható mérséklődése és a háztartási szektor finanszírozási képességének várható növekedése következtében az adóssággeneráló finanszírozás súlyának csökkenése várható.

IV-9. táblázat: A folyó fizetési mérleg finanszírozása
(millió euró)

	2002	2003				2003	2004
	év	I.	II.	III.	IV.	év	I.
		negyedév					negyedév
1. Külső finanszírozási igény	-4696	-1593	-1788	-1406	-1777	-6564	-1813
1.1 A folyó fizetési mérleg egyenlege	-4900	-1488	-1797	-1418	-1786	-6488	-1756
1.2 Tőke mérleg egyenlege	204	-105	9	12	9	-75	-57
2. Finanszírozás	2730	4279	177	1604	1037	7096	1715
2.1 Közvetlen tőkebefektetések	2734	-69	250	79	515	775	310
2.1.1 Működőtőke befektetések külföldön	-292	-472	-169	-37	-729	-1408	-252
2.1.2 Működőtőke befektetések Magyarországon	3026	403	419	115	1244	2182	562
2.2 Konszolidált államháztartás hitelforgalma	1498	1559	-289	1236	-271	2234	943
2.2.1 MNB hitelforgalom	-1649	-116	-541	-771	-421	-1849	-698
2.2.2 Kormányzati hitelforgalom (állampapír nélkül)	159	947	-12	1146	280	2361	934
2.2.3 Külföldiek állampapír vásárlása	2988	728	264	861	-130	1722	708
2.3 Magán szektor nettó tőkebevonása	-1851	2626	102	331	616	3676	251
2.3.1 Hitelintézetek forrásbevonása	1543	2647	-86	320	484	3365	258
2.3.2 Portfóliobefektetések (részvény)	-181	212	38	147	-172	224	326
2.3.3 Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele	-3212	-232	150	-136	304	87	-333
2.4 Tévedések és kihagyások egyenlege	350	163	114	-42	177	412	210
3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)	-1965	2686	-1611	198	-740	532	-98

IV. 2. Termelés

A legújabb adatok alapján a hazai ipari konjunktúra nagyon élénken reagált a külső kereslet felfutására. Az ipari termelés már 2003 eleje óta határozottan növekvő pályára lépett. Bár a bruttó termelés dinamikájától valamelyest elmarad, de ugyancsak intenzív volt a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedése. A piaci szolgáltatások azonban, amelyek erőteljesebben reagálnak a lakossági, mint a külső kereslet alakulására, csökkenő ütemben bővültek.

A feldolgozóipari termelésben a külső kereslet egyértelműen domináns hatását világosan érzékelteti, hogy mögötte az exportértékesítés rendkívül dinamikus növekedése áll, míg a belföldi értékesítés továbbra is stagnál. A 2001-2002-ben erősebb reálárfolyam vizsgálataink alapján alig volt hatással a termelési folyamatra (ezt februári *Jelentés*ünkben még csak stilizált tényekre alapozva állítottuk, most részletesebben is foglalkozunk vele a *Jelentés* VI. 4. fejezetében), így rövidebb és hosszabb előrejelzési távon egyaránt csak a külső kereslet húzó hatásával számolunk. Rövid távon a viszonylag magas növekedési ütem fennmaradását a hazai konjunktúraindexek támasztják alá. Hosszabb távon pedig a külső kereslet mellett a hazai termelékenység erőteljes növekedése tartja magasán a feldolgozóipari termelés bővülését.

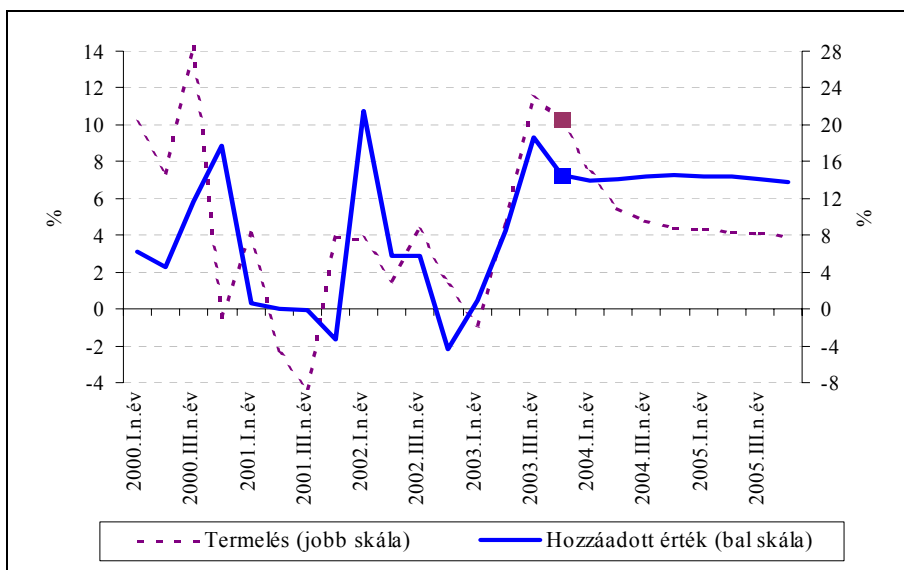
A feldolgozóipar konjunktúrája szektorálisan jelentős egyenlőtlenségekkel ment végbe. Kiemelkedő az exportorientált szektorok (gépipar, valamint a vegyipar bizonyos ágazatai) kibocsátásának bővülése, ugyanakkor a könnyűipart inkább stagnálás, bizonyos ágazatait pedig folytatódó visszaesés jellemzi. Ezen szektorális növekedési egyenlőtlenségek előrejelzési horizontunkon valószínűleg nem változnak jelentősen.

IV-10. táblázat: A termelés alakulása
(éves átlagos növekedési ütemek százalékban)

	2003	2004	2005
	Tény	Előrejelzés	
Feldolgozóipari bruttó termelés	6,9	14,6	8,8
Feldolgozóipari hozzáadott-érték	2,6	7,2	7,2
Piaci szolgáltatások hozzáadott értéke	3,5	3,5	3,3

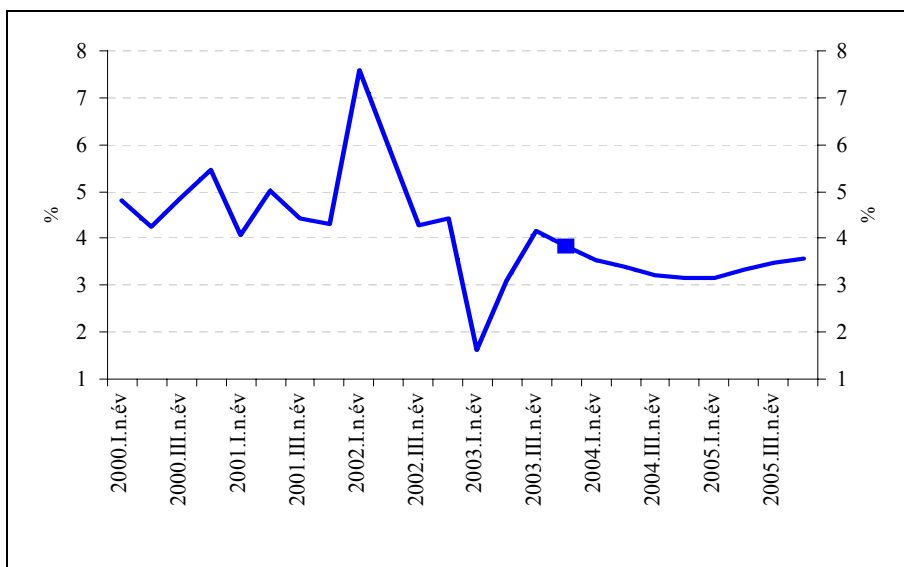
A feldolgozóipari hozzáadott érték alakulásában hasonló lefutásra számítunk, bár a 2003 harmadik és negyedik negyedévi növekedési ütemek nem voltak olyan kiugróak, mint a bruttó kibocsátás esetében. Így itt kisebb, de viszonylag egyenletes bővülésre számítunk a teljes előrejelzési időszakban. Ez is azt implikálja, hogy a bruttó termelés és a hozzáadott érték közötti rés 2004-ben tovább nyílik.

IV-15. ábra: A feldolgozóipari termelés és hozzáadott érték alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



A piaci szolgáltatások kibocsátása esetében (amelyet a 2003. IV. negyedévi GDP-adatközléssel egyidőben a KSH visszamenőleg jelentősen revidált) a 2004-ben komoly mértékben lefékeződő lakossági fogyasztás eredményeként folytatódik a növekedési ütemek lassú visszaesése. Azt várjuk azonban, hogy a szektorban továbbra is bővülő foglalkoztatás a 2005-től újra gyorsuló ütemű lakossági fogyasztással a háttérben az előrejelzési horizont végén megfordítja (de legalábbis megállítja) ezt a folyamatot.

IV-16. ábra: A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének alakulása
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



V. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG

Az elmúlt időszak adatai szerint a csökkenő bérinflációs trend 2003-ban megtorpant a versenyszférában, miközben a foglalkoztatás növekedése mérsékelt maradt. Ezt a jelenséget feltételezésünk szerint számos tényező együttese idézte elő.

Egyrészt, az elmúlt negyedévekben mind erőteljesebben kibontakozó konjunkturális hatások a munkaerő-kereslet növekedéséhez vezettek. Mivel azonban a létszám a termelésnél lassabban alkalmazkodott a bővülő kereslethez, ezért az elmúlt év során a termelékenységnövekedés folyamatos gyorsulása volt megfigyelhető. Ez összességében javította a vállalatok jövedelmezőségét és ezáltal lazább bérpolitikát tett lehetővé a versenyszféra vállalatai körében.

Másrészt a munkanélküliség alacsony szintje a munkapiac szűkösségére utal. Ez különösen a létszámában intenzíven növekvő piaci szolgáltatás szektor bérinflációjának emelkedéséhez járulhatott hozzá. A szakmák közötti átjárhatóság az államháztartást inkább a szolgáltató szektorral köti össze, mintsem a feldolgozóiparral, így a 2003 közepéig létszámában még bővülő államháztartás egyre vonzóbb alternatívát jelentett a munkavállalóknak, ami tovább szűkítette a szolgáltató szektor potenciális munkaerejét. Így az állami béremelések „demonstrációs” hatásukon túl a versenyszféra kereslet-kínálat egyensúlyára hatva is átgyűrűzték a magánszférába.

Prognózisunk szerint a külső konjunktúrának tulajdoníthatóan a feldolgozóipar hozzáadott értéke az elkövetkező két évben is dinamikus növekedést fog elkönyvelni. Az ágazat munkaerő-kereslete azonban a késleltetett alkalmazkodás és a strukturális változások következtében feltételezésünk szerint csak lassan és elnyújtottan alkalmazkodik, így a tavalyi év végén tapasztalt erőteljes termelékenységnövekedés előrejelzési horizontunkon mindvégig fennmarad. A reál-munkaköltségek növekedési ütemének a gyorsan emelkedő termelékenységhez való igazodása azonban nem azonnali. Várakozásaink szerint a feldolgozóipari vállalatok 2003 közepéig elszenvedett profitvesztése után középtávon ellen tudnak állni a növekvő bérköveteléseknek, a munka ára és termelékenysége közötti egyensúly inkább csak 2005 után áll helyre. Előrejelzési horizontunkon mindez lassan, de folyamatosan csökkenő nominális bérinflációt, enyhén csökkenő fajlagos munkaköltségeket és növekvő profitot eredményez.

A szolgáltató szektorban egyelőre nem látszik a kereslet mérséklődése, középtávon azonban a fogyasztás lassulásával az ágazat hozzáadott értékének kisebb ütemű növekedését valószínűsítjük. Ezzel összefüggésben azt várjuk, hogy a kezdetben még stagnáló ágazati bérinfláció az év közepén határozott csökkenésbe kezd. A fogyasztási kereslet csökkenése középtávon nem engedi az árak korábbi ütemű emelését, így kevesebb tér marad a bérek növelésére is. A munkabérek növekedési ütemére lefelé irányuló nyomást gyakorolhat továbbá a költségvetési szféra létszámleépítése: az államháztartásból kikerülőket növelhetik a szolgáltató szektor munkakínálatát, így oldódhat a munkapiac feszessége. Mindezek hatására a 2004 közepétől csökkenő bérinfláció mellett csökkennek a fajlagos munkaköltségek, reálárakon számolva pedig a munkaköltségek és a termelékenység kiegyensúlyozott növekedése stagnáló, esetleg enyhén növekvő profithoz vezet.

A versenyszektor egészét tekintve prognózisunk 2004-ben lassú, majd 2005 folyamán gyorsuló ütemű nominális bérinfláció-csökkenést vetít előre. A bérek alakulását elsősorban az intenzíven növekvő termelékenység és a csökkenő infláció határozzák meg. A munkakereslet ugyan élénkül, az aggregált hozzáadott érték ütemes növekedését azonban

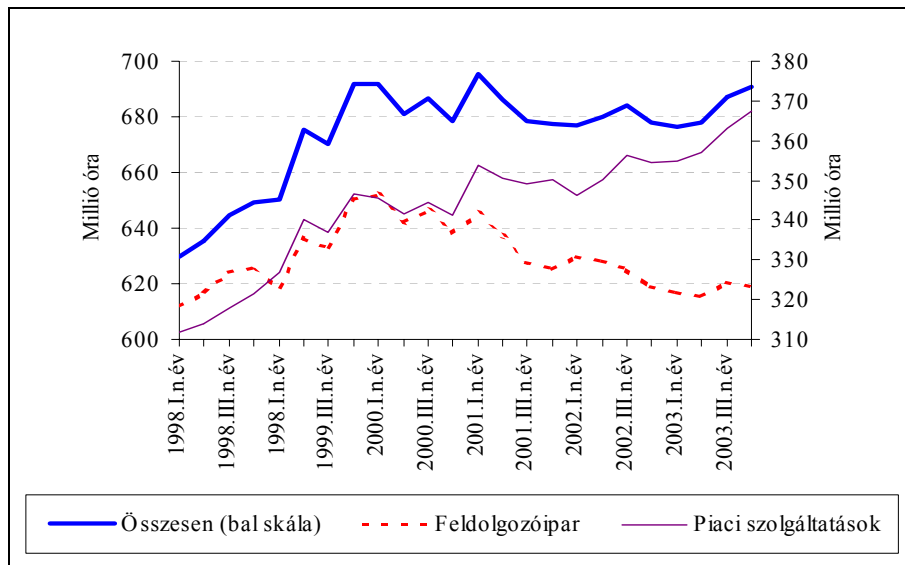
nem követi teljes mértékben a foglalkoztatottak számának emelkedése. Ezzel szemben a bérinflációra visszafogó hatást gyakorolhat a növekedésnek induló munkanélküliség.

V. 1. Munkaerő-felhasználás

A külső konjunktúra erősödése és a lassan mérséklődő fogyasztási kereslet a versenyszféra termelésének dinamikus bővüléséhez vezetett az elmúlt negyedévekben. A termelési kilátások javulása a munkaerő kereslet növekedéséhez vezetett, a versenyszférában a ledolgozott munkaórák száma jelentősen, a foglalkoztatottság pedig kismértékben növekedett. A munkakereslet bővülése mögött ugyanakkor eltérő ágazati hatások húzódnak meg: az elmúlt negyedévekben a létszám szektorális átrendeződését figyelhettük meg.

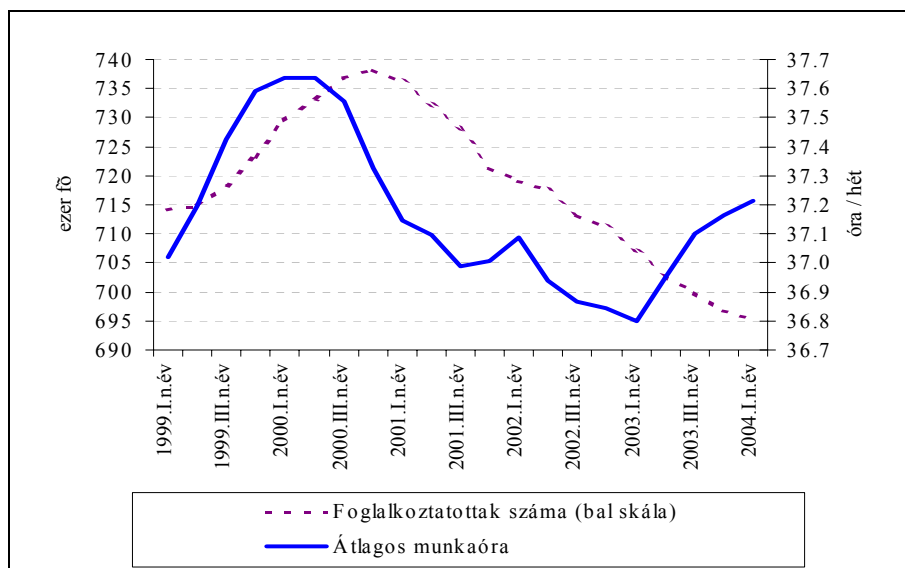
A külső konjunktúra hatására a versenyszféra munkakereslete 2003 utolsó negyedévében tovább erősödött. Ezt támasztják alá az összes ledolgozott munkaórák számára vonatkozó adatok, amelyek tanúsága szerint a munkaóra-tömeg mintegy háromévi stagnálást követően 2003 második felében ismét növekedésnek indult. A munkaerő-kereslet bővülése a piaci szolgáltatások körében markánsabb, míg a feldolgozóiparban az élénk konjunktúra ellenére egyelőre mérsékeltebb maradt.

V-1. ábra: Ledolgozott munkaórák száma összesen
(Feldolgozóipar + piaci szolgáltatások, millió óra / hó)



A mérsékelt feldolgozóipari munkakereslet mögött feltételezésünk szerint részben ciklikus, részben strukturális hatások állnak. A korábbi évek hazai tapasztalatai azt mutatták, hogy a vállalatok a konjunkturális hatásokra először a munkaerő-felhasználás intenzitásának változtatásával reagálnak. Ezt támasztják alá a legfrissebb adatok is, amelyek szerint az átlagos fizikai munkaórák száma 2003 elejétől már növekedésnek indult, míg a feldolgozóipari létszám továbbra is csökkent. A munkaerő-felhasználás intenzitásának ciklikus mozgását jól mutatja a bruttó termelés és az átlagos munkaórák szoros együttmozgása is, amely az elmúlt negyedévekben is fennmaradt.

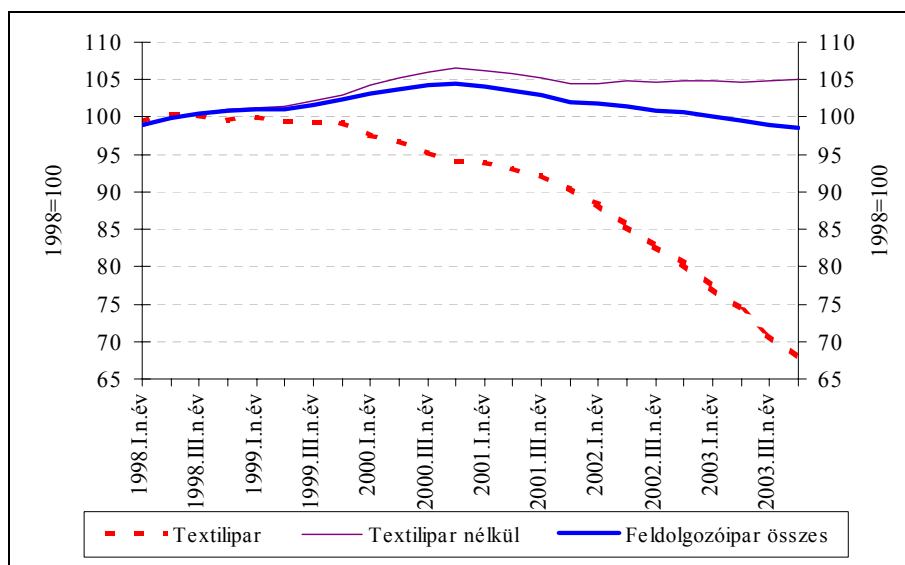
V-2. ábra: A fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos óraszám és a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása a feldolgozóiparban*



* KSH 2004. februárig tényadatok, a március adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

Az átlagos munkaórákkal szemben a feldolgozóipari foglalkoztatottság csökkenése az idei év elején is folytatódott. A feldolgozóipari létszám csökkenése mögött jelentős részben továbbra is a textilipar folytatódó leépülése áll. Emellett a január és február havi adatok alapján a fa- és papíriparban jelentősen csökkent, míg a konjunktúra által leginkább érintett gépiparban úgy tűnik, hogy növekedésnek indult a foglalkoztatottság. Az ágazatok döntő többségében a létszám továbbra is stagnál, vagy kis mértékben csökken.

V-3. ábra: A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása a feldolgozóiparban



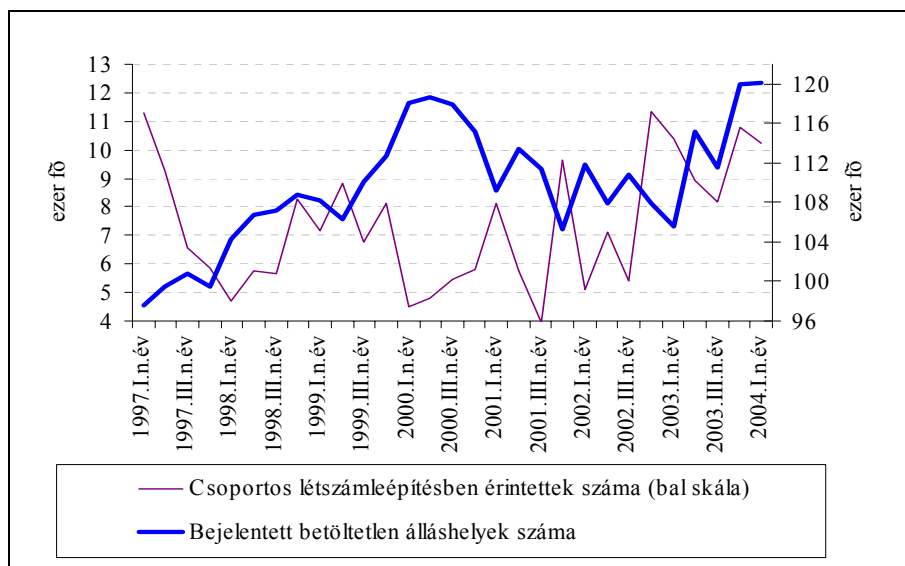
A munkaerőigényes textilipar leépülése nagyrészt valószínűleg strukturális hatásnak tekinthető, amely a termelés ágazati összetételének megváltozásával és a tőkeintenzívebb ágazatok részarányának növekedésével jár. Emellett feltételezésünk szerint az egyes ágazatokon belül is elmozdulás történt a tőkeintenzívebb termelési struktúra irányában, amihez a relatíve megdrágult munka tőkével való helyettesítése is hozzájárulhatott. Előrejelzésünkben továbbra is egy lassú, és a korábbinál alacsonyabb szinthez konvergáló létszámbővüléssel számolunk a feldolgozóiparban.

A piaci szolgáltatások körében a munkaerő-kereslet bővülése továbbra is dinamikus. Úgy tűnik, hogy a lassan mérséklődő fogyasztási konjunktúra egyelőre nem hat a vállalatok munkapiaci döntéseire. A munkakereslet elsősorban a szálláshely, a kereskedelem és az ingatlanpiaci ágazatokban növekszik, ezekben az iparágakban a létszám is erőteljesen bővül. Érdekes módon a külső konjunktúra által talán leginkább érintett szállítás és pénzügyi ágazat létszáma stagnál. A jövőben feltételezésünk szerint ezen ágazatok munkakereslete bővül, míg a fogyasztási kereslethez erősebben kötődő szektorok növekedése lassulhat.

2003-ban mind az üres álláshelyek, mind a létszámleépítések száma emelkedett, és a legfrissebb adatok sem utalnak a dinamikus trend megtörésére. 2004 elejére az üres álláshelyek száma elérte a 2000. évi szintet, ami a konjunktúra erősödésére utal. Érdekes ugyanakkor, hogy a csoportos létszámleépítésben érintettek számának emelkedése a bővülő termelés ellenére sem lassult, azaz az elmúlt időszakban a munkahelyteremtés és rombolás együttes erősödésének lehettünk tanúi.

A munkahely reallokáció a fejlett országokra vonatkozó nemzetközi tapasztalatok szerint pro-ciklikus, azaz recesszió idején mind a munkahelyteremtés, mind a munkahelyrombolás mérséklődik, míg fellendülés idején a vállalati szektor munkapiaci aktivitása élénkül. A közgazdasági elmélet értelmében a munkahely reallokáció fokozódása a technológiai fejlődés gyorsulását is eredményezheti, abban az esetben, ha az újonnan létrehozott munkahelyek termelékenysége meghaladja a leépített munkahelyek termelékenységét. Annak alapján, hogy a feldolgozóipar kibocsátásának dinamikus növekedése mellett a foglalkoztatás a textilipar nélkül is csak stagnál, úgy véljük, hogy a munkahely reallokáció fokozódása a hazai gazdaságban is a tőkeintenzitás növelésének az eszköze lehet. A munkahelyteremtés és rombolás mozgatórugóiról egyelőre keveset tudunk, ez a kérdés további elemzést igényel.

V-4. ábra: A bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek és a betöltetlen álláshelyek száma*

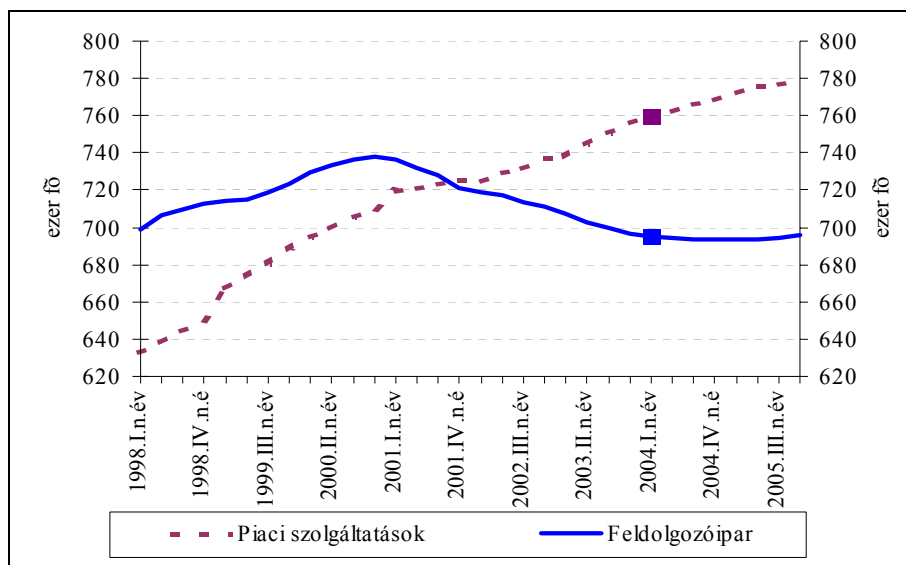


* Az adott negyedévben beérkezett létszámleépítési bejelentésben érintettek száma, illetve az adott negyedévben beérkezett üres állás bejelentések száma alapján. Forrás: Foglalkoztatási Hivatal.

A feldolgozóipari létszám alakulásának előrejelzésekor azzal a feltételezéssel élünk, hogy a pozitív konjunkturális hatások erősödése ellenére a tőkeintenzitás fokozódása az év végéig nem vezet a feldolgozóipari létszám jelentős növekedéséhez, és későbbiekben sem számítunk a 2000 körül még jellemző, magasabb foglalkoztatási szint elérésére. A piaci szolgáltatások körében ugyanakkor a feltételezéseink szerint a létszám bővülése hosszabb távon is dinamikus maradhat, amit az élénkülő feldolgozóipari konjunktúrához kötődő ágazatok munkakeresletének erősödése segíthet elő.

Alap-előrejelzésünkben a feldolgozóipari létszám idén még 1 százalékos ütemben csökken, 2005-ben pedig stagnálni fog. A foglalkoztatás a piaci szolgáltatások szektorban, 2004-ben erőteljesebben, 2,2 százalékkal, 2005-ben lassabban, 1,4 százalékkal bővül. Összességében – egyéb, itt nem tárgyalt szektorokkal együtt, a MF szerinti foglalkoztatást tekintve – a versenyszférában a létszám 1,6 illetve 0,4 százalékkal növekedhet az elkövetkező években.

V-5. ábra: A teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának alakulása és előrejelzése*

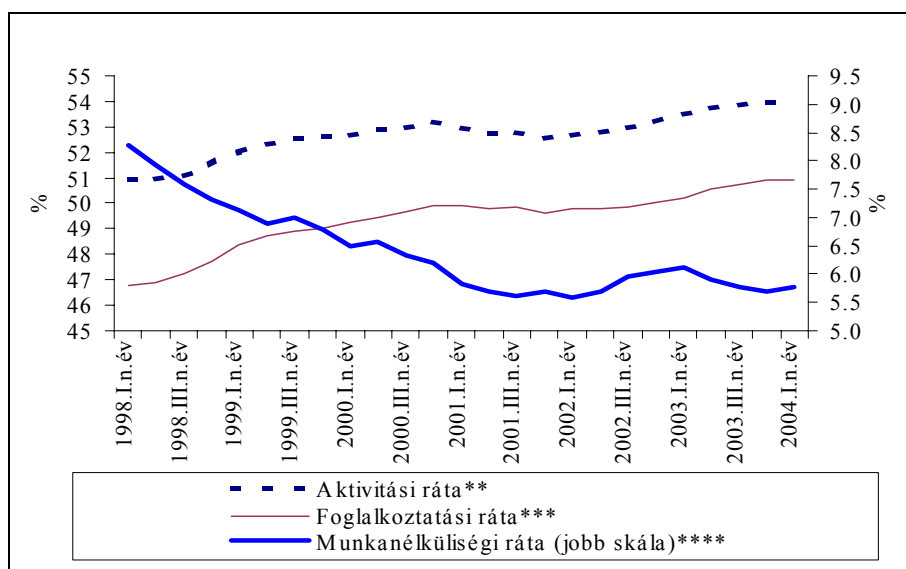


* A KSH intézményi munkaerő-piaci statisztika szerint

V. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség

Bár 2003-ban a munkanélküliségi ráta csökkenése a mérsékelt feldolgozóipari munkaerő-kereslet és az állami szektor év végére koncentrálódó elbocsátásai mellett is folyamatos volt, a legfrissebb adatok a csökkenő trend megtorpanását mutatják. Feltételezésünk szerint több tényező is arra utal, hogy a munkanélküliségi ráta a következő negyedévekben átmenetileg növekedésnek indul, és csak az év végétől kezd újra mérséklődni.

V-6. ábra: A munkanélküliségi, az aktivitási és a foglalkoztatási ráta alakulása *



* A KSH lakossági munkaerő-felmérése (MF) alapján, ILO-típusú mutatók.

** Aktivitási ráta: gazdaságilag aktívak aránya a munkaképes korú népességben belül

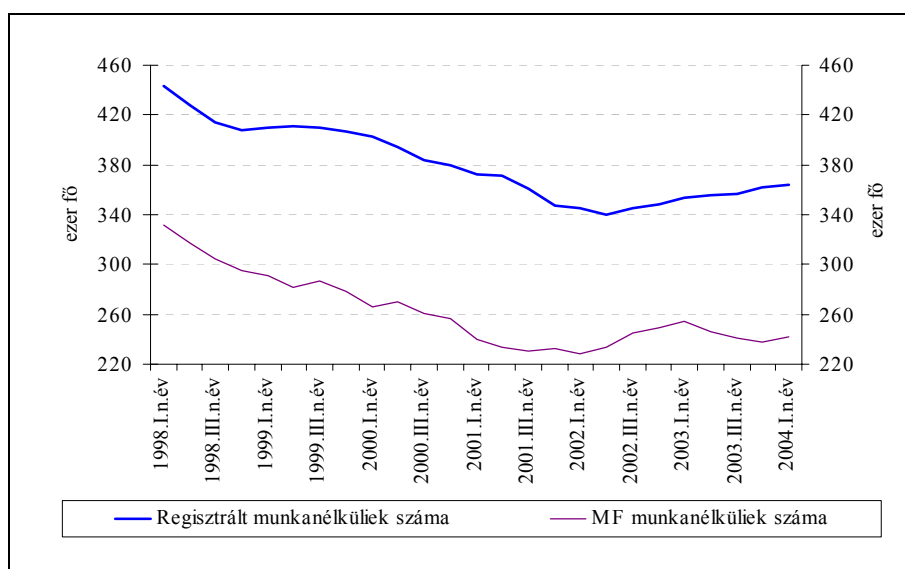
*** Foglalkoztatási ráta: foglalkoztatottak aránya a munkaképes népességben belül

**** Munkanélküliségi ráta: munkanélküliek aktív népességre vetített aránya

Egyrészt említést érdemel, hogy a munkanélküliség 2003. évi csökkenő trendje a KSH munkaerő-felmérésének (MF) adatait tükrözi. A regisztrált munkanélküliek száma ezzel szemben a múlt év során folyamatosan emelkedett. Mivel a két statisztika a múltban szoros együttmozgást mutatott és olyan szabályozási változásról sincs tudomásunk, ami az eltérő viselkedést magyarázná, ezért elképzelhetőnek tartjuk, hogy az MF munkanélküliség alakulása a jövőbeni közelíteni fog a regisztrált munkanélküliségéhez.

Másrészt az MF szerinti munkanélküliségi ráta 2003 évi csökkenése egyfelől a foglalkoztatás jelentős szektorális átrendeződése, másfelől a munkaerő aktivitásának növekedése mellett következett be, amely változások az elméleti megfontolások alapján a munkanélküliség növekedésének irányában hatottak. Korábbi *Jelentéseinkben* azt feltételeztük, hogy a feldolgozóipar és az állami szektor elbocsátott munkavállalóit a piaci szolgáltatások élénk munkaerő-kereslete teljes egészében képes volt felszívni. Ugyanakkor a nemzetközi tapasztalatok szerint az ágazatok és szektorok közötti munkaerő-átrendeződés rövidtávon a munkanélküliség növekedésével jár, elsősorban annak eredményeként, hogy a munkakínálat képzettsége nem felel meg a munkakereslet igényeinek. Érdekes kérdés tehát, hogy ez a hatás miért nem jelentkezett tavaly a hazai munkapiacra.

V-7. ábra: Az MF szerinti munkanélküliek és a regisztrált munkanélküliek számának alakulása*



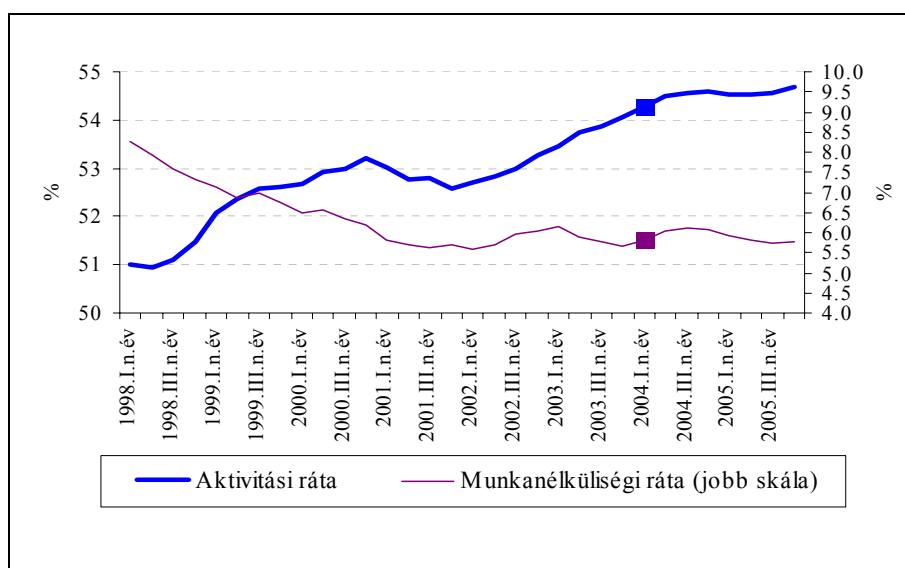
* A KSH lakossági munkaerő felmérése és a Foglalkoztatási Hivatal adatai alapján

Az aktivitási ráta 2003 során emelkedett, amiben Feltételezésünk szerint a korábbi, 1998-2002 közötti időszak aktivitási növekedését elsősorban összetétel-hatással magyarázhatjuk, a magasabb aktivitású korcsoportok aránya a népességben ebben az időszakban emelkedett. Ez elsősorban az ún. Ratkó-unokák munkapiacra lépésének illetve a nyugdíjba vonulók relatíve kisebb létszámának tulajdonítható. Kisebb mértékben ugyanakkor szerepet játszott benne a nyugdíjkorhatár fokozatos kitolása is, amely az 55-64 év közötti korosztály aktivitását növelte. 2003-ban ugyanakkor az aktivitási ráta emelkedését a jelenleg rendelkezésre álló adatok szerint inkább az aktivitás (szinte összes korcsoporton belül megfigyelt) növekedése semmint a népesség korcsoportos szerkezetében bekövetkezett változás idézte elő. Annak eldöntésére, hogy az aktivitás általános emelkedése mögött milyen tényezők állnak, illetve, hogy ezek a hatások mennyire tartósak, jelen pillanatban

nem áll rendelkezésünkre elegendő információ. A 2004. első negyedévi adat ugyanakkor az aktivitási ráta növekedésének megtorpanását mutatja, ami arra utal, hogy hosszabb távon nem számolhatunk a korábbi emelkedő trend fennmaradásával.

A felsorolt tényezők miatt a munkanélküliségi és aktivitási ráta rövid távú előrejelzésében nagyfokú a bizonytalanság. Feltételezésünk szerint a 2003. évi folyamatok ellentmondásosak voltak, és a munkanélküliségi ráta MF szerinti csökkenése nincs összhangban a munkapiac egyéb folyamataival. Úgy véljük, hogy 2004-ben az ágazati áttrendeződés súrlódásos hatásai mellett a piaci szolgáltatások mérséklődő munkakereslete is hozzájárul a munkanélküliség emelkedéséhez. Az aktivitási rátára vonatkozóan a korábbi emelkedés jelentős lassulását prognosztizáljuk az év második felében. Előrejelzésünk szerint a munkanélküliség csökkenése 2005-től indul majd meg, a feldolgozóipar munkakeresletének erősödésével párhuzamosan.

V-8. ábra: A munkanélküliségi és az aktivitási ráta előrejelzése



V. 3. Bérinfláció és versenyképesség

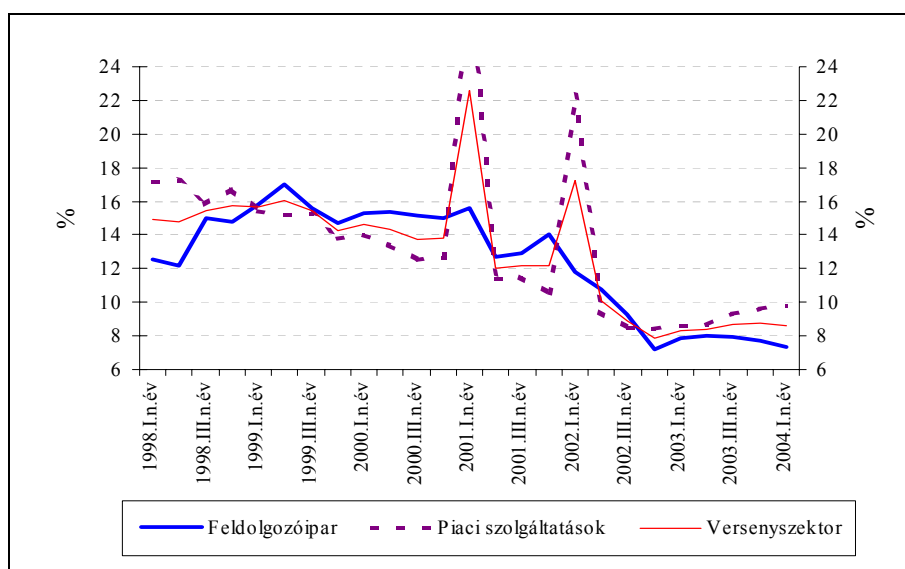
Az elmúlt évek munkapiaci folyamatainak értékelésekor érdeklődésünk középpontjában a nominális bérek 2003 végéig csökkenő inflációhoz való alkalmazkodása áll. A 2001-től dinamikus csökkenő infláció ugyan magával húzta a versenyszektor bérinflációját, az alkalmazkodást azonban több tényező is lassította.

Először is, a gyors dezinflációhoz csak fokozatosan alkalmazkodtak a piaci szereplők. Csökkenő infláció esetén ugyanis előfordul, hogy mind az inflációs érzékelés, mind a várakozások sokáig meghaladják a valós árnövekedést, ami magasabb nominális bérmegállapodásokhoz vezethet. A lassú alkalmazkodáshoz hozzájárulhatott a 2002-es nagyarányú fiskális expanzió belföldi keresletet élénkítő hatása is. Továbbá, a béralkalmazkodást gátolták a 2001-es és 2002-es minimálbér-emelések. Friss kutatások alapján a két nagyméretű foglalkoztatáspolitikai beavatkozás elsődleges hatása 2001 januárjában 2,3 százalékkal, 2002 januárjában pedig közel 1,8 százalékkal növelte az átlagbéreket a

megelőző havi átlaghoz képest.²⁶ Ez a hatás később fokozatosan átgyűrűzött a keresetek eloszlásának egyre magasabb szintjéhez tartozó alkalmazottak béreibe is, egyre nagyobb terhet róva ezáltal a vállalkozásokra.

A versenyszférát ért, előbb említett sokkok ellenére a bérek növekedési üteme 2003 elejéig összességében követte az infláció csökkenését.²⁷ Tavaly azonban megtorpant ez a folyamat, ami mögött a feldolgozóipar és a szolgáltató szektor eltérő konjunkturális helyzetéből adódóan különböző folyamatok húzódnak meg.

V-9. ábra: Bérinfláció a versenyszektorban*
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



* Az alapadatok forrása: KSH. Febrúrig tényadatok, a márciusi adatokat statisztikai módszer segítségével becsültük.

A feldolgozóipari konjunktúra 2003 elejére egyértelműen túljutott ciklusának mélypontján. A hozzáadott érték intenzív emelkedése továbbra is csökkenő foglalkoztatotti létszámmal párosulva erőteljes termelékenységnövekedést eredményezett. A fokozódó termelékenység lazább bérpolitikára ösztönözte a cégeket, ami az addig csökkenő bérinfláció megtorpanásához, majd enyhe emelkedéséhez vezetett. A dinamikusan bővülő egységnyi munkaerőre jutó termelésnek tulajdoníthatóan azonban az ágazati fajlagos munkaköltség az

²⁶ Elsődleges hatás alatt azt értjük, hogy a minimálbérért dolgozók béreinek kötelező megemelése hatására hogyan változott a versenyszféra átlagbére. Erről ld. a VI. 6 fejezetet is.

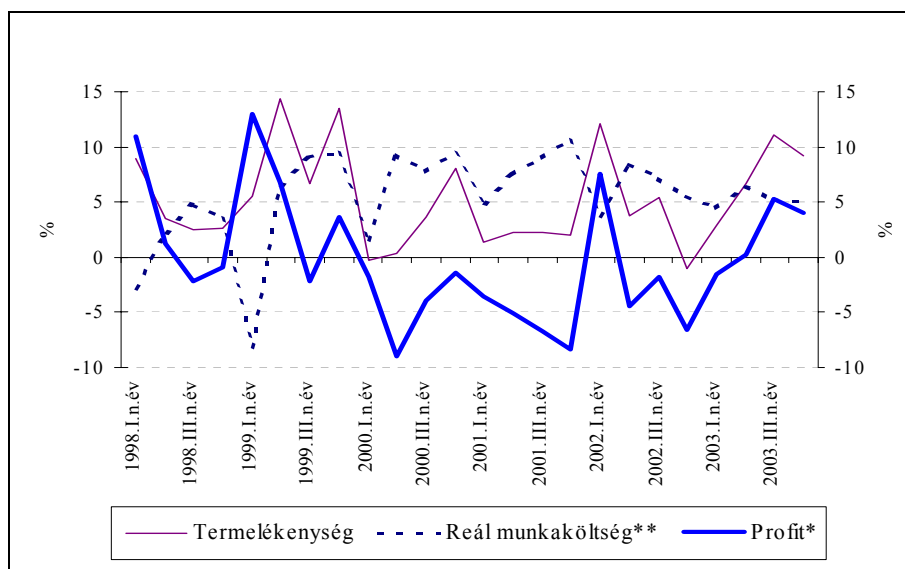
²⁷ Fontos megjegyezni, hogy a KSH átlagkereset-statisztikáiból általunk képzett, minimálbér-emelések „nem effektív” részétől mentes bérinflációs mutató korábbi korrekciós módszerünk felülvizsgálata nyomán a múltra vonatkozóan is megváltozott. Az új korrekció eredményeképpen a piaci szolgáltatások körében, valamint ezen keresztül a teljes versenyszférában az átlagbérek negyedéves növekedési ütemei a korábban számszerűsített 2001 második negyedévtől mindmáig alacsonyabb értékeket mutatnak. Az új módszerrel korrigált bérinflációs mutatók dinamikájukban nem térnek el jelentősen a korábbi korrigált adatsoroktól, így a folyamatokról alkotott képünk sem változott lényegesen. Az alacsonyabb bérinfláció azonban a korábbi feltételezésünkönél erőteljesebb béralkalmazkodásra utal. További részleteket lásd a VI. 6 fejezetben.

emelkedő bérinfláció ellenére fokozatosan mérséklődött, ami immár növekvő munkaerőn elért profitot eredményezett.²⁸

A feldolgozóiparban megfigyelt folyamatokat magyarázzák az előző *Jelentésben* már említett strukturális változások is. A két nagymértékű minimálbér-emelés következtében jelentősen megrágt a munka relatív ára, így a vállalatok jelentős része egyre inkább tőkével váltotta ki a költséges – főleg alacsony termelékenységű – munkaerőt. Miután a két termelési tényező csupán részlegesen helyettesíthető, a tőke-munka arány előbbi irányába való eltolódása a munka termelékenységének növekedését meghaladó bérinflációt eredményezett.

Az előző gondolattal némileg összefüggésbe hozhatók a feldolgozóiparon belüli ágazati átrendeződések, melyek ugyancsak az aggregált átlagkeresetek fokozott növekedését indokolják. Már többször utaltunk rá, hogy a munkaköltségek utóbbi időben megfigyelt növekedésének elsődleges áldozata a textilipari cégek voltak. Az erősen munkaerőigényes vállalatok számára egyre erősebb konkurenciát jelentenek a külföldön termelő, lényegesen olcsóbb munkaerőt alkalmazó vállalatok, így sok esetben termelésük visszafogására, gyáraik bezárására kényszerülnek. Az alacsony termelékenységű, relatíve alacsony bérű textilipari munkahelyek felszámolása mind az aggregált termelékenységet, mind az átlagkereseteket felfelé húzza.

V-10. 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.
**Iparcikkek áraival deflálva

A szolgáltató szektor erőteljes munkapiaci konjunktúrája mindmáig nem látszik mérséklődni. A fogyasztási keresletnek tulajdoníthatóan az ágazat hozzáadott értéke évek óta dinamikusán nő, ám az ágazat intenzív munkaerő-kereslete mindvégig gátat szabott a termelékenység számottevő növekedésének. Legfrissebb adataink szerint a reál-

²⁸ A vállalat munka tényezőn elért profitját a reál fajlagos munkaköltség inverzével közelítjük. Az egyszerűség kedvéért a szövegben ezentúl csak a profit kifejezést használjuk.

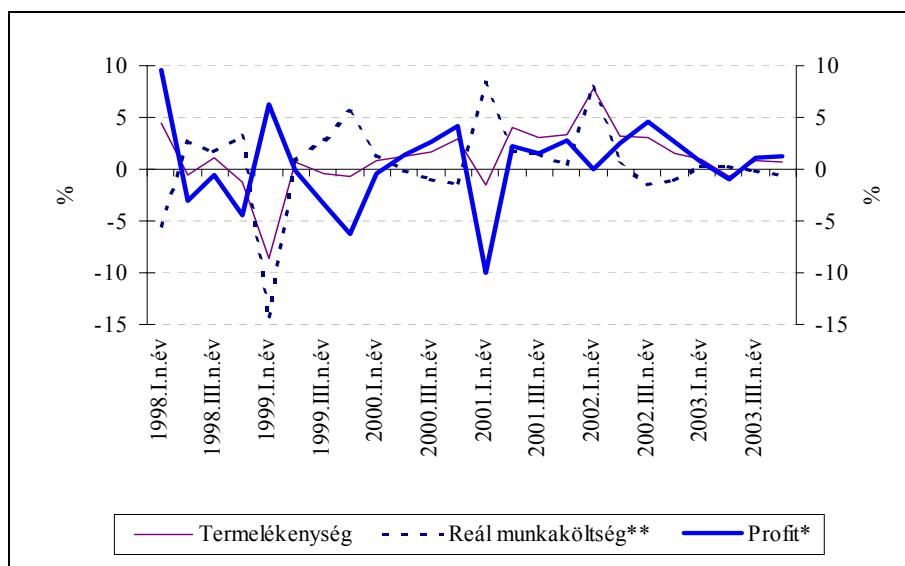
munkaköltségek ebben a szektorban is nagyjából a termelékenységnövekedésnek megfelelően alakultak, az erőteljes létszám bővülés és a viszonylag magas bérinfláció a konjunktúra és a magas eladási árak ellenére sem engedték a profit jelentősebb növekedését.

Az alacsony munkanélküli ráta, vagyis a feszes munkapiac ugyancsak felfelé irányuló nyomást gyakorolt a szolgáltató szektor bérinflációjára. Az intenzív munkakereslet és a szűkös munkapiac így magasabb bérezésre készítette a vállalatokat, amit az állami szféra jelentős mértékű béremelései tovább fokoztak.

A szakmák közötti átjárhatóság az államháztartást inkább a szolgáltató szektorral köti össze, mintsem a feldolgozóiparral, így a 2003 közepéig létszámában még bővülő államháztartás egyre vonzóbb alternatívát jelentett a munkavállalóknak, ami tovább szűkítette a szolgáltató szektor potenciális munkaerejét. Így az állami béremelések „demonstrációs” hatásukon túl a versenyszféra kereslet-kínálat egyensúlyára hatva is átgyűrűztek a magánszférába. Mindezek hatására a vállalatok, kihasználva az egyre csak bővülő szolgáltatás-keresletet, árak emelésével reagáltak a dráguló munkaköltségekre.

A folyamat 2003 első negyedétől egyre fokozottabb mértékben tapasztalható: a csökkenő munkanélküliségi ráta és az ezzel összefüggő dráguló munkaköltségek erőteljesebb áremelésekbe kényszerítették a szolgáltató vállalkozásokat. A növekvő eladási árak és a relatíve magas bérinfláció összességében nem adnak magas szolgáltató árakkal deflált reál munkaköltségeket, így ez utóbbiak nem szakadtak el az alacsony ütemben növekvő termelékenységtől.

V-11. ábra: Termelékenység, bérek és profit* a piaci szolgáltatások körében
(évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek)



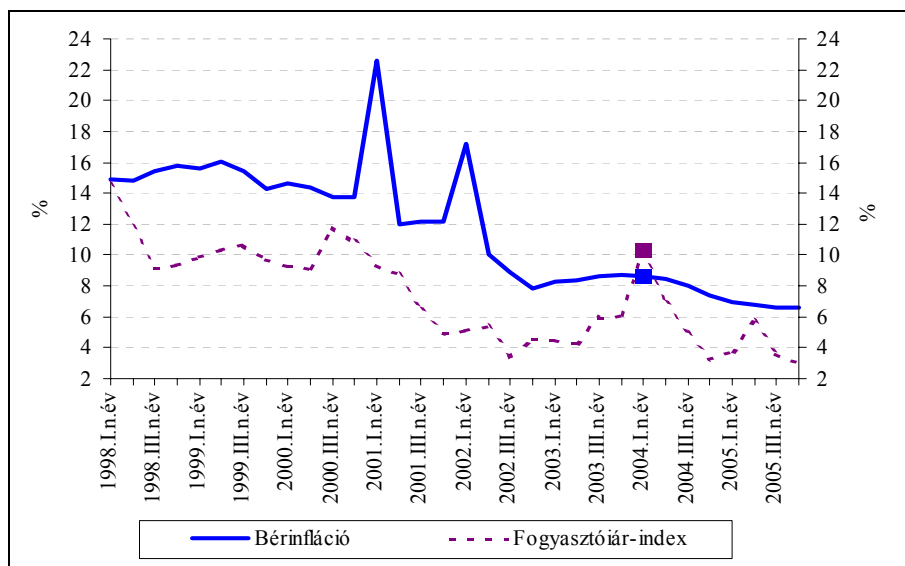
*A profitok változását a reál ULC inverzével közelítjük. Az ábrán szereplő kategória valójában a profitrátánál szűkebb fogalmat takar, mivel a munkán kívüli egyéb költségelemeket nem tartalmazza.

**Szolgáltatási árakkal defláva.

Előrejelzési horizontunk első egy-két negyedévében az eddig megfigyelt folyamatokat vetítettük előre. Februári prognózisunkhoz hasonlóan azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az indirekt adók emelésének árszintnövelő hatása nem épül be az inflációs várakozásokba. Eszerint a vállalatok felismerik, hogy az indirekt adóhoz köthető fogyasztói áremelkedés

nem jelent számukra többlet-árbevételt és nem engednek a növekvő bérköveteléseknek. Ez azt is jelenti, hogy az indirekt adók emelése okozta többlet-áremelkedést a munkavállalók (és fogyasztók) viselik. Az indirekt adók emelésének hatására esetlegesen megnövekvő inflációs várakozásokat előrejelzésünkben továbbra is a bérekre ható felfelé irányuló kockázatként kezeltük.

V-12. ábra: A bérinflációs prognózis és a fogyasztóiár-index alakulása
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



Prognózisunk szerint a feldolgozóipari konjunktúrának tulajdoníthatóan az ágazat hozzáadott értéke az elkövetkező két évben is dinamikus növekedést fog elkönyvelni. Az ágazat munkaerő-kereslete azonban az előző fejezetben bemutatott késleltetett alkalmazkodás és a strukturális változások következtében feltételezésünk szerint csak lassan és elnyújtottan fog alkalmazkodni, így a tavalyi év végén tapasztalt erőteljes termelékenységnövekedés előrejelzési horizontunkon mindvégig fennmarad. A reál-munkaköltségek növekedési ütemének a gyorsan emelkedő termelékenységhez való igazodása azonban nem azonnali. Várakozásaink szerint – a jelenlegi monetáris kondíciók mellett – a feldolgozóipari vállalatok 2003 közepéig elszenvedett profitvesztése után középtávon ellen tudnak állni a növekvő bérköveteléseknek, a munka ára és termelékenysége közötti egyensúly inkább csak 2005 után áll helyre. Előrejelzési horizontunkon mindez lassan, de folyamatosan csökkenő nominális bérinflációt, enyhén csökkenő fajlagos munkaköltségeket és növekvő profitot eredményez.

A szolgáltató szektorban egyelőre nem látszik a ciklikus fordulópont, középtávon azonban a fogyasztás dinamikájának mérséklődésével az ágazat hozzáadott értékének kisebb ütemű növekedését valószínűsítjük. Ezzel összefüggésben azt várjuk, hogy a kezdetben még stagnáló ágazati bérinfláció az év közepén határozott csökkenésbe kezd. A fogyasztási kereslet csökkenése középtávon nem engedi az árak korábbi ütemű emelését, így kevesebb tér marad a bérek növelésére is.

A munkabérek növekedési ütemére lefelé irányuló nyomást gyakorol továbbá a költségvetési szféra tavalyi év végén megindult létszámleépítése: az államháztartásból kikerülő növelhetik a szolgáltató szektor munkakínálatát, így oldódik a munkapiac feszessége. Mindezek hatására a 2004 közepétől csökkenő bérinfláció mellett csökkennek a

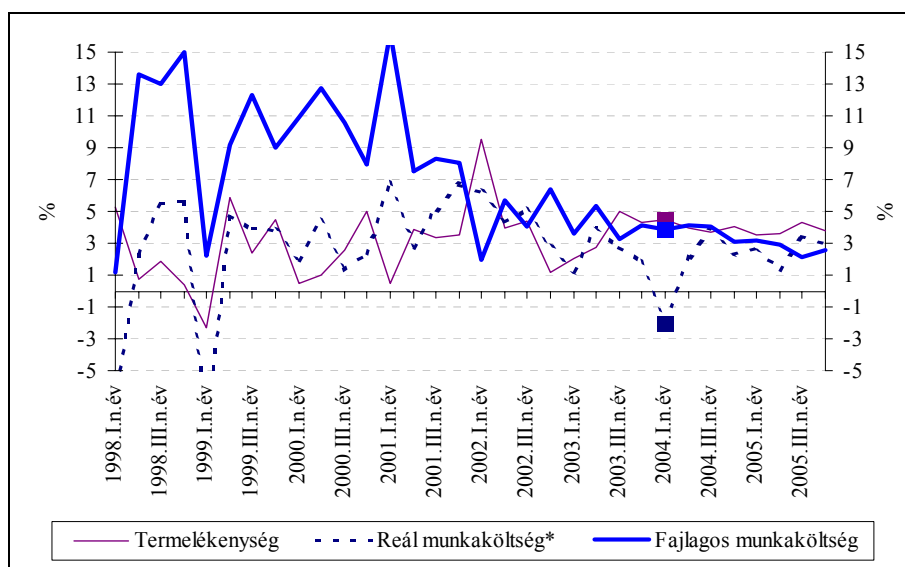
fajlagos munkaköltségek, reálárakon számolva pedig a munkaköltségek és a termelékenység kiegyensúlyozott növekedésük stagnáló, esetleg enyhén növekvő profithoz vezetnek.

A versenyszektor egészét tekintve prognózisunk 2004-ben lassú, majd 2005 folyamán gyorsuló ütemű nominális bérinfláció-csökkenést vetít előre. A bérek alakulását elsősorban az intenzíven növekvő termelékenység és a csökkenő infláció határozzák meg. A munkakereslet ugyan élénkül, az aggregált hozzáadott érték ütemes növekedését azonban nem követi teljes mértékben a foglalkoztatottak számának emelkedése. Ezzel szemben visszafogó hatást gyakorol a bérinflációra a növekedésnek induló munkanélküliség.

A fenti folyamatokat számszerűsítve, a II. fejezetbeli feltevések bekövetkezése mentén legvalószínűbb pályaként 2004-re 8,4 százalékos, 2005-re 7,0 százalékos versenyszférabeli bérnövekedést valószínűsítünk.

Az előrejelzési kockázatok mindazonáltal korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan felfelé mutatnak. A kockázatok forrása egyrészt azon alapfeltételezésen alapul, miszerint az indirekt adók emelése nem növeli az inflációs várakozásokat. Ha a piaci szereplők az infláció emelkedését tartósnak vélik, a magasabb bérkövetelések további áremelésekre kényszerítik a vállalatokat. Ennek hatására az alap-előjelzésünknel magasabb infláció újabb felfelé irányuló nyomást gyakorol a nominális bérekre, vagyis ár-bér spirál alakul ki.²⁹ Másrésztől ugyancsak magasabb bérinflációt eredményezne, ha a feldolgozóipari reálbérnövekedés az előre jelzettnél gyorsabban konvergálna a magas termelékenység-növekedéshez.

V-13. ábra: Termelékenység, bérek és fajlagos munkaköltségek a versenyszférában
(évesített negyedév / negyedév növekedési ütemek)

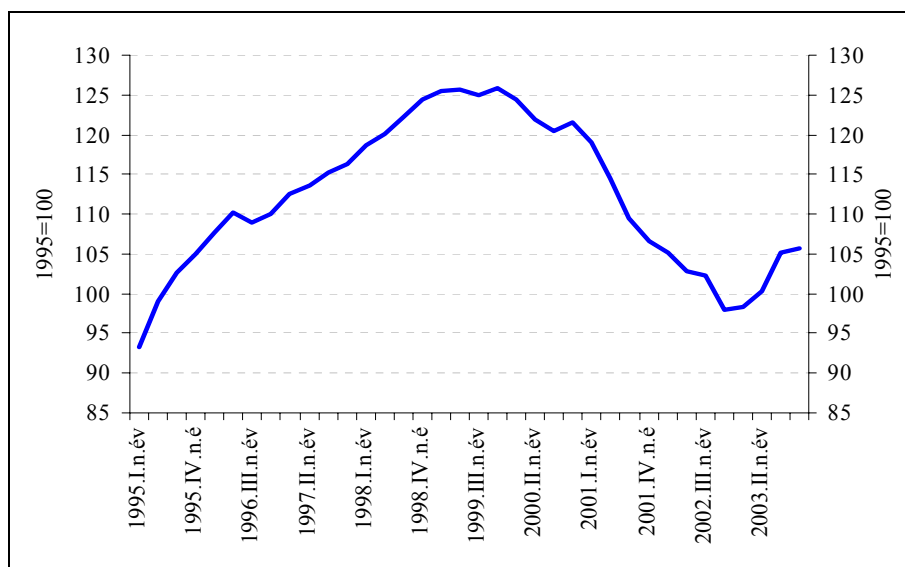


*Fogyasztóiár-indexszel deflálva

²⁹ Az indirekt adók növelése következtében emelkedő bérkövetelések, mint scenárió nem egyezik meg egy csökkenő inflációs környezetben esetleg más okból kialakuló, általános bérsokkkal. Ez utóbbi esetben ugyanis a vállalatok – tartva attól, hogy piaci részesedést veszítenek – kevésbé emelik áraikat, mint emelkedő inflációs kilátások esetén tennék. Ezáltal az inflációs várakozások emelkedésekor nagyobb inflációs és kisebb reálgazdasági hatások jelentkeznek, mint egy általános bérsokk következtében.

A hazai vállalatok versenyképességének vizsgálatára a vállalatok külpiazi részesedésén kívül³⁰ a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyamot szoktuk használni. Az alábbi ábra jól mutatja, hogy a 2000-tól folyamatosan felértékelődő reálárfolyam a tavalyi év elején megfordult. A 2003 első negyedétől növekvő versenyképesség a feldolgozóipari fajlagos munkaköltségek csökkenésének és a gyengülő nominális árfolyamnak az együttes hatása. A tavalyi év végére megállt a forint gyengülése, a vártnál némileg erőteljesebb feldolgozóipari termelékenységnövekedés és az ezzel összefüggő csökkenő fajlagos munkaköltségek azonban továbbra is gyengülő reálárfolyamot eredményeztek.

V-14. ábra: Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam*

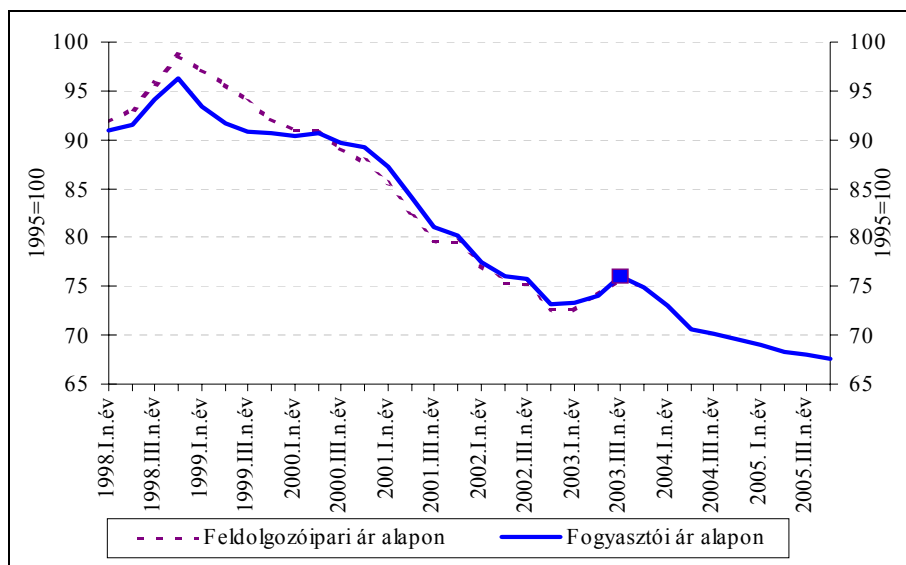


* A magasabb érték leértékelődést jelöl.

Az utóbbi bő egy évben az áralapú versenyképességünk alakulásában meghatározó szerep jutott a nominális árfolyam gyengülésének. Ezzel szemben a tavalyi év utolsó negyedére erősödő nominális forintárfolyam és emelkedésnek induló hazai infláció mellett áralapú reálárfolyamunk ismét a felértékelődés irányába mozdult el. A külföldinél magasabb hazai infláció miatt az elkövetkezendő közel két évben fokozatos reálfelértékelődésre számítunk.

³⁰ Ld. IV. 1. 5 fejezetet

V-15. ábra: Áralapú reál effektív árfolyam-mutatók*



*A magasabb érték leértékelődést jelöl.

VI. AKTUÁLIS KÉRDÉSEK

VI. 1. Háttér-információk előrejelzéseinkhez

Mint említettük, májustól kezdődően változtatunk *Jelentésünk* szerkezetén, ami - az MT egyetértésével - elsősorban abban áll, hogy az inflációs előrejelzésünkben a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt helyezünk a legyezőábrára. Fontos változás azonban az is, hogy mostantól fogva az érthetőség kedvéért a főszövegben nagyobb hangsúlyt helyezünk az aktuális folyamatok és előrejelzéseink értékelésére, ugyanakkor az *Aktuális kérdések* fejezetben vizsgáljuk meg alap-előrejelzésünk változása mögött meghúzódó okokat, illetve vetjük össze előrejelzésünket más intézetek prognózisaival.³¹

VI. 1. 1. A májusi alap-előrejelzésünk változásai februárhoz képest

Májusi *Jelentés*ünket a februárral összevetve alapvetően két karakterisztikus különbség jellemzi. Fő szcenáriónkban egyrészt az akkorinál mindkét évben alacsonyabb inflációt prognosztizálunk, ugyanakkor a gazdasági növekedés várható ütemét némileg magasabbra becsüljük. Részletesebben szólva a növekedési prognózison belül jelentősen emeltük a 2004-es állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó előrejelzésünket, míg csökkentettük a lakossági fogyasztás prognózisát.

Emelkedett a 2004-es folyó fizetésimerleg-hiányra vonatkozó előrejelzésünk is, ugyanakkor csökkent a bérinfláció prognózisunk. Ez utóbbi két változó esetében azonban, mint azt az alábbiakban bemutatjuk az elmozdulásoknak a tényadatok revíziója az oka, világképünk a folyamatok lefutására vonatkozóan nem változott érdemben. Nem változott számottevően az államháztartás idei pozíciójáról kialakított képünk sem, míg a 2005-ös pálya normatív okok miatt mozdult el.

Előrejelzéseink változásának okát alapvetően három csoportba sorolhatjuk. Egyrészt prognózisunk feltételeességéből adódóan meghatározó jelentősége van alapfeltevéseink változásának. Másrészt az új költségvetési döntések ismertté válásának is jelentős hatása lehet arra. Harmadrészt pedig előrejelzési módszereink fejlesztésével és az új tényadatok értékelésével a magyar gazdaságról alkotott tudásunk is folyamatosan változik. A következőkben ezen tényezők előrejelzésünkre vett hatását értékeljük röviden.

Alapfeltevéseink változásában döntő jelentősége van a forint-euró árfolyamra tett hatásának. A jelentés első verziójában szereplő áprilisi átlag 5,4 százalékkal erősebb a februári verzióban feltételezetténél. A korábbiaknál erősebb forint-euró árfolyam 2004-ben az importköltségeken, 2005-ben pedig a másodlagos piaci hatásokon keresztül okoz deflációs hatást. Ez összességében 2004 decemberében közel 0,6 százalékpont, 2005 decemberében pedig 0,3 százalékpont körüli eltérést okoz a fogyasztóiár-index pont-előrejelzésében.

A korábbiaknál erősebb forintárfolyam feltevésnek azonban értelemszerűen nem kizárólag inflációs előrejelzésünkre van hatása, hanem befolyásolta a növekedésről alkotott értékelésünket is. Növekedési prognózisunkat azonban annak ellenére emeltük, hogy számolunk a korábbiaknál erősebb reálárfolyam növekedés hatásaival. Értékelésünk szerint

³¹ Az inflációs legyezőábrában történt elmozdulásról ld. a III. 3 fejezetet.

ugyanis a magyar exportszektor reálárfolyam-érzékenysége összehasonlítva annak külső konjunktúra érzékenységgel viszonylag csekély,³² s így előrejelzésünkben a reálárfolyam hatást túlkompenzálta az exportszektor külső keresletre mutatott érzékeny reakciója.

Másik fontos hatású feltevésünk a 2005-ös normatív költségvetési pályára vonatkozik. Eszerint az új konvergencia programnak megfelelően fél százalékpontos kiigazítással számolunk a korábbi egy százalékpont helyett. A kiigazítás megfelelésének a 2005-ös államháztartási keresletszűkítés mérséklésén keresztül növekedést és inflációt emelő hatásai vannak.

VI-1. táblázat: Alap-előrejelzésünk főbb alapfeltevéseinek változása februárhoz képest

	2004. februári előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben		Változás (százalék)	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Áfaemelés hatása a hosszabb távú inflációs várakozásokra	Nem befolyásolja		Nem befolyásolja		Nincs változás	
Normatív fiskális szigorítás 2005-ben (GDP arányában, százalékpont)	n/a	-1,0	n/a	-0,5	n/a	+0,5
Forint/euró árfolyam (forint)*	264,6	264,6	250,3	250,3	-5,4	-5,4
Dollár/euró árfolyam (cent)*	126,1	126,1	120,0	120,0	-4,8	-4,8
Brent olajár (dollár/hordó)**	29,5	27,0	32,3	27,7	9,5	+2,6
Memo: Brent olajár (forint/hordó)**	6192	5656	6730	5789	8,7	+2,4
Importátiparcikk-infláció (%)***	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0

* A 2004. februári előrejelzésben a 2004. januári, az aktuális előrejelzésben az áprilisi átlag.

** A 2004. februári előrejelzésben a 2004. januári, az aktuális előrejelzésben a áprilisi határidős olajárak alapján számított pélya (IPE tőzsde).

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

Az új költségvetési intézkedések közül kettőt fontos kiemelni. Egyrészt a kormány 2004 áprilisától hatósági árássá nyilvánította a gyógyszerárakat. Mivel a jelenlegi törvényi szabályozás szerint ez az intézkedés 180 napig tart, ez év negyedik negyedévtől a teljes előrejelzési horizontra feltevésekkel kellett élnünk az árak alakulására vonatkozóan. A Monetáris Tanács egyetértésével azt a feltevést alkalmaztuk, hogy a támogatott körben a jelenlegi gyógyszerár-szint a teljes előrejelzési horizonton megmarad, míg a nem támogatott körben 180 nap után a korábbi évek tendenciáinak megfelelő piaci folyamatok érvényesülnek. Összességében a gyógyszerárakra vonatkozó feltevésünk a 2004 decemberi fogyasztóiár-indexet befolyásolta figyelemre méltóan, ennek hatása önmagában mintegy 0,2 százalékpont csökkenés a februári előrejelzésünkhöz képest.

Végezetül a harmadik csoportba azok az információk tartoznak, amelyek alapján újraértékeljük a magyar gazdaságról alkotott képünket. Ezek közül számszerűen leginkább a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásáról alkotott képünk befolyásolta a fogyasztóiár-index előrejelzését. Várakozásainkkal ellentétben a 2003 év végi jelentős feldolgozatlan élelmiszer-áremelkedés igen gyorsan lecsengett, ami miatt a 2004 első negyedévi áremelkedés jóval alacsonyabb lett az általunk vártnál. Agrárgazdasági szakértőkkel konzultálva, most úgy értékeljük, hogy az EU-csatlakozás piaci versenyt növelő hatása átmenetileg mérsékelheti a feldolgozatlan élelmiszerek árnövekedésének ütemét. A feldolgozatlan élelmiszerárak

³² Ld. még erről az VI. 4 fejezetet.

pályájának újragondolása is alapvetően a 2004 decemberi előrejelzésünket érintette: mintegy 0,2 százalékponttal csökkentette azt.

Bár az inflációs és makrogazdasági pályát nem befolyásolta számottevően fontos módszertani változás bérinflációs módszertanunk újragondolása, melynek keretében a minimálbér emelések nem effektív részének hatását újrabecsültük.³³ Az újrabecslés hatásaként a 2003-as versenyszféra bérinflációja éves átlagban 0,7 százalékponttal lett alacsonyabb, mint februárban gondoltuk. A megváltozott idősorok következtében egyenleteinket újrabecsültük, kiküszöbölve azt, hogy a februárinál némileg alacsonyabb tények technikailag alacsonyabb inflációs előrejelzést eredményeztek.

Tanulási folyamatunkat erősítette az a tény is, hogy bár a külső kereslet húzóerejére az ipari exportban számoltunk, a szektor reakciója a külső konjunktúrára a tavalyi év végén, idei év elején a vártnál erősebb lett.

Végezetül a folyamatok újragondolására kényszerített minket a KSH nemzetiszámladataink jelentős revíziója. A 2003 negyedik negyedévi részletes GDP közlésekor a KSH a vállalati beruházások és a lakossági fogyasztás idősorait visszamenőleg is jelentősen revideálta. A 2003-as beruházási adatok jelentősen emeltek, s a mostani folyamatok alapján úgy tűnik, hogy a vállalatok 2003 második felében, de főleg utolsó negyedévében kiugró módon növelték beruházási aktivitásukat. Ezzel szemben a lakosság fogyasztási kiadás idősorai lefelé revideálódtak, és a februárban a tavalyi évre látott, stagnáló fogyasztási dinamika után most sokkal inkább úgy tűnik, hogy a fogyasztás 2003 folyamán fokozatosan lassult.

Előrejelzésünkben a reálgazdasággal kapcsolatos új információkat mind érvényesítettük. Az új előrejelzési pályában a növekedés húzóereje alapvetően a felhalmozási aktivitás lett, míg rövidtávon a lakossági fogyasztás korábbinál némileg erősebb lassulására számítunk.

³³ Ennek részleteivel külön foglalkozik a VI. 6. fejezet.

VI-2. táblázat: Alap-előrejelzéseink változása februárhoz képest
(az előző év azonos időszakához képest, százalék, ha másképp nem jelezzük)

	2002	2003		2004		2005	
	Tény	Becslés / tény		Előrejelzés			
		Februári előrejelzés	Tény	Februári előrejelzés	Aktuális előrejelzés	Februári előrejelzés	Aktuális előrejelzés
Fogyasztóiár-index							
December	4,8	5,7		6,9	6,0	4,3	4,0
Éves átlag	5,3	4,7		7,4	6,9	4,7	4,3
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	0,8	0,5	0,5	1,9	1,7	2,5	2,2
Lakossági fogyasztás	9,3	7,7	6,5	2,5	2,1	0,9	1,1
<i>Memo: Lakossági fogyasztási kiadás</i>	<i>10,3</i>	<i>8,9</i>	<i>7,6</i>	<i>3,1</i>	<i>2,7</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>
Állóeszköz-felhalmozás	8,0	2,2	3,0	5,4	9,2	2,6	3,2
<i>Belföldi felhasználás</i>	<i>5,4</i>	<i>6,1</i>	<i>5,5</i>	<i>3,0</i>	<i>3,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>
Export	3,7	9,1	7,2	9,5	10,8	9,1	9,2
Import	6,2	12,8	10,3	8,9	10,3	7,0	7,1
GDP	3,5	2,9	2,9	3,1	3,4	3,2	3,4
Folyó fizetésimérleg-hiány							
A GDP százalékában	7,1	8,2	8,9	7,8	8,3	6,6	7,1
Milliárd euróban	4,9	6,1	6,5	6,1	6,7	5,5	6,2
Államháztartás							
ESA-hiány a GDP százalékában	9,3	5,8	5,9	5,3	5,3	4,3	4,8
Keresleti hatás	4,2	(-0,3)	(-0,2)	(-1,7)	(-1,6)	(-1,0)	(-0,3)
Versenyszféra munkapiac							
Bérinfláció ¹	12,3	9,3	8,5	9,3	8,4	8,0	7,1
Foglalkoztatottság ²	(-0,4)	1,1	1,0	1,5	1,6	0,4	0,4

¹ Előrejelzésünk nem vehető össze a korábbi előrejelzéseinkkel, mert módszertani váltás történt a minimálbéremelés hatásának kiszűrésében.

² A KSH munkaerő-felmérése szerint

VI. 1. 2. Előrejelzéseink összevetve más intézetek prognózisaival

Az MNB-előrejelzések más intézetek prognózisaival való összevetésénél figyelemmel kell lennünk arra a tényre, hogy az MNB előrejelzések feltételesek, míg a többi intézet általában feltétel nélküli prognózist készít. Ez tehát azt jelenti, hogy az MNB és egyéb intézetek közötti eltérést nem kizárólag a jelenlegi és várható folyamatok megítélése közötti eltérés okozhatja, hanem jelentős hatással lehet rá az alapfeltevéseink eltérése az egyéb intézetek, számunkra exogén változókra vonatkozó előrejelzéseitől.³⁴

A májusi előrejelzésünket összevetve a többi elemző prognózisaival megállapítható, hogy az a fogyasztóiár-index vonatkozásában 2004 és 2005-ben is a többi elemzői prognózis körül, annak alsó régiójában helyezkedik el. Ez adódhat előrejelzésünk feltételeességéből, mind az erősebb forint-euró árfolyam, mind a normatív fiskális pálya, mind az inflációs várakozások

³⁴ Értelemszerűen az egyik legfontosabb ilyen változó a forint euró árfolyam. A kérdést részleteiben vizsgáltuk a *Világgazdaság* 2004. február 16-i számában.

alakulására vonatkozó feltevésünk egy határozott dezinfláció irányába mutatnak. Ezeket a normatív feltevéseket azonban az elemzők nem szükségszerűen osztják.

Hasonlóan feltehetőleg a normatív feltevésekből adódhat az a tény is, hogy az MNB hosszabb távon viszonylag konzervatív a növekedési kilátásokat illetően, hiszen az előbb bemutatott normatív feltevések az aggregált keresletre szűkítőleg hatnak.

Végezetül, megfigyelhető, hogy az államháztartási hiányra vonatkozó előrejelzésünk nem tér el számottevően a piacétól. Eközben a folyó fizetési mérleg hiányra jellemzően némileg magasabb előrejelzést adunk.

VI-3. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal *

	2004	2005
Fogyasztóiár-index (december/előző év december, százalék)		
MNB	6,0	4,0
IIF (2004. április)	6,3	4,2
Reuters-felmérés (2004. április)	6,0	4,4
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)		
MNB	6,9	4,3
Consensus Economics (2004. március)	6,9	4,8
Európai Bizottság (2004. április)	6,9	4,7
IMF (2004. április)	7,1	4,4
OECD (2004. május)	6,9	4,8
Reuters-felmérés (2004. április)	6,7	4,6
GDP (éves növekedés, százalék)		
MNB	3,4	3,4
Consensus Economics (2004. március)	3,2	3,9
Európai Bizottság (2004. április)	3,2	3,4
IIF (2004. április)	3,5	3,8
IMF (2004. április)	3,2	3,4
OECD (2004. május)	3,3	3,8
The Economist poll	3,1	3,5
Reuters-felmérés (2004. április)	3,2	3,7
Folyó fizetési mérleg hiánya milliárd euróban		
MNB	6,7	6,2
Consensus Economics (2004. március) ¹	3,9	3,5
IIF (2004. április)	6,1	6,0
Reuters-felmérés (2004. április)	6,2	5,8
Folyó fizetési mérleg hiánya a GDP százalékában		
MNB	8,3	7,1
Európai Bizottság (2004. április) ¹	5,4	5,1
IIF (2004. április)	7,5	6,8
IMF (2004. április) ¹	5,3	4,3
OECD (2004. május)	8,5	7,6
The Economist poll ¹	6,0	5,2
Államháztartás ESA-hiánya (a GDP százalékában)		
MNB	5,3	4,8 ²
Consensus Economics (2004. március)	4,9	4,0
Európai Bizottság (2004. április)	4,9	4,3
IIF (2004. április)	5,2	5,0
OECD (2004. május)	5,2	4,6
Reuters-felmérés (2004. április)	4,9	4,2

* Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések, ld. II. fejezet. Így az MNB előrejelzések közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

¹ Egyes előrejelzők feltételezhetően még a korábbi módszertan szerinti újrabefektetett jövedelem nélküli fizetési mérleget jelzik előre. A Consensus Economics Inc. (London) "Eastern Europe Consensus Forecasts" és az IIF a fizetési mérlegnél a felmérés dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket a 2004. márciusi euró/dollár keresztárfolyammal számítottuk át. ²Feltételezés, normatív fiskális pálya.

Források: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (March 15, 2004); European Commission Economic Forecasts, Spring 2004; IIF The Institute of International Finance (April 13, 2004); IMF World Economic Outlook (April 2004); OECD Economic Outlook (May 2004); The Economists poll of forecasters (Apr 22, 2004); Reuters felmérés 2004. április.

VI. 2. A Negyedéves Előrejelző Modellről

Előrejelzési gyakorlatunk az előző – 2004. februári – *Jelentéstől* kezdődően valamelyest megváltozott. Eddigi módszereink megtartása mellett már használjuk az ún. Negyedéves Előrejelző Modellt (N.E.M.) is. A modell használatának több előnye van: egyfelől segít a makrogazdasági szimulációkban, másfelől, használata megkönnyíti a szimultán, összgazdasági kapcsolatokat is figyelembe vevő előrejelzések elkészítését. A modell részletesebb leírása megtalálható Jakab és szerzőtársai (2004) megjelenő tanulmányában.³⁵

A *Jelentésben* megjelenő előrejelzés az eddig is használatos módszereink megtartása mellett felhasználja a modell által szolgáltatott előrejelzéseket is. Az előbbieknél számos, különböző módszert használó előrejelzési technikát értünk, amelyek közül érdemes kiemelni az egy-egyenletes ökonometriai és idősoros egyenleteket, a konjunktúra indikátorokat hasznosító módszereket, és nem utolsósorban az ún. szakértői előrejelzéseket. Az előrejelzési munka folyamán a különböző (modellalapú és nem-modell alapú) előrejelzések harmonizálásából kialakuló ún. konszenzus-előrejelzést jelenítjük meg a *Jelentésben*.

A modell sztenderd – ún. neo-keynesiánus – felépítésű, amely azt jelenti, hogy bár hosszútávon a kínálati oldal (termelékenység, demográfia) dominál, rövidtávon a nominális (ár- és bér-) ragadóságok miatt a keresleti tényezők szerepe meghatározó. Hosszútávon a Phillips-görbe vertikális. A rövidtávú, ragadós alkalmazkodást ún. hibakorrekciós egyenletek biztosítják.

A N.E.M. modell egy közép méretű, 174 változót (amiből 23 exogén) tartalmazó strukturális neokeynesiánus modell, 206 db egyenlettel. Az egyenletek közül 24 egyenlet ír le viselkedési kapcsolatot. A modell speciális tulajdonsága, hogy külön kezeli a privát és az állami szektort a tőkepiacon, a munkapiacon és az árazást leíró blokkban. A modell negyedéves frekvencián működik, és a legtöbb viselkedési egyenlet becsült együtthatókat tartalmaz. Az egyenletek becslési mintája általában az 1995 és 2003 közötti időszakot öleli fel. A leggyakrabban használt becslési módszer az ún. Általánosított Momentumok Módszere (GMM) volt. Bizonyos együtthatók azonban mikroökonometriai kutatásokból származnak (például a tőke és a munka közötti helyettesítés rátája vagy a privát nominálbérek munkanélküliségi rátára vonatkozó rugalmassága). A legtöbb adat az SNA-statisztikákból származik, de bizonyos idősorokat, adathiány miatt, az MNB Közgazdasági főosztálya becsülte meg (például tőkeállomány, lakossági és vállalati beruházások).

A modell jelenlegi formájában még hátratekintő várakozásokkal fut, de terveink szerint a modell egy következő fázisban már képes lesz az előretekintő tagok (előretekintő várakozások és gazdaságpolitikai szabályok) kezelésére is. A N.E.M. modellben emellett lehetőség van monetáris és a fiskális politikai szabályok (például inflációs célkitűzés, fiskális szolvencia) bekapcsolására is.

A modell hosszú távú pályáját a kínálati oldal határozza meg, mégpedig úgy, hogy a termelési függvényben két termelési tényező, munka és tőke szerepel. Mindkét termelési tényező esetében külön kezeljük a privát és az állami szektort. A modellben a technológia fejlődés munkakibővítő. Mivel a mikroökonometriai vizsgálataink azt mutatták, hogy a két termelési tényező nem tökéletes helyettesítője egymásnak, ezért a termelési függvény az ún. konstans helyettesítési rugalmasságú (CES) alakot ölti. A modell megoldása hosszútávon a

³⁵ Jakab M. Z., Kovács M.A., Párkányi B., Reppa Z., Vadas G. (2004): „The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)”, MNB Füzetek, megjelenés alatt.

technológiai fejlődés feltételezett pályájától, az exogén – demográfiai folyamatokból előrevetített – munkakínálattól, az ún. NAIRU-ra (egyensúlyi – nem infláció gerjesztő – munkanélküliségi ráta) adott exogén feltételezéstől és nem utolsósorban a külföldi áráktól, kamatoktól és a kockázati prémiumtól függ.

A modell hosszú távú kínálati blokkjának kialakításakor figyelembe kellett vennünk a magyar gazdaság speciális, felzárkózó jellegéből adódó tulajdonságokat. A munkakínálat hosszabb távon a demográfia folyamatok mellett az aktivitási rátától függ. Miután Magyarországon, különböző intézményi és demográfiai okokból kifolyóan, az aktivitási ráta alacsonyabb, mint az Európai Unió átlaga, ezért hosszútávon az aktivitási ráta folyamatosan közeledik az európai átlaghoz. Magyarországon a tőke/jövedelem arány nem tekinthető állandónak. Emiatt a munkakibővítő technológiai fejlődés pályáját úgy határoztuk meg, hogy a munkakínálatra vonatkozó feltételezéssel együtt a tőke/jövedelem arány hosszútávon elérje az európai átlagot. Az egyensúlyi munkanélküliségi rátát a múltra vonatkozóan Hodrick-Prescott szűrővel állítottuk elő, miközben a jövőre vonatkozó értékét változatlanul tételizzük fel.

A modell keresleti oldalának felírása követi a sztenderd gyakorlatot. A háztartások fogyasztását a jövedelem, valamint a pénzügyi és az ingatlanvagyon befolyásolja. Míg a versenyszektor munkakereslete és a tőkekereslete – így a beruházás is – a profitmaximalizálási feltétel alapján határozódik meg, addig a kormányzati szféra munka kereslete és beruházása az előrejelzésekben exogén módon adott. A keresleti oldal külkereskedelmi tételei, azaz az export és az import a relatív export- és importáraktól függnnek. Hosszútávon Magyarország külpiaci részesedése konstans, azonban figyelembe vesszük, hogy rövid és középtávon az integrációs folyamat következtében a magyar gazdaság külpiaci részesedése tovább növekedhet. Az integrációs hatás múltbeli alakulását a munkakibővítő technológiai haladás változójával ragadjuk meg, míg az előrejelzésekben az integráció hatása fokozatosan csökken a technológiai haladáshoz viszonyítva. Modellünk speciális tulajdonsága, hogy az import – a relatív árakon túl – nem az aggregált kereslettől függ, hanem az importtartalommal súlyozott keresleti tényezők alakulásától, ahol az export rendelkezik a legnagyobb importtartalommal.³⁶

Az ár-bér blokk kialakításának szempontja, hogy adott potenciális GDP, kibocsátási rés és munkanélküliségi rés (azaz az aktuális és a stabil inflációt eredményező (NAIRU) munkanélküliségi ráták különbsége) mellett az aktuális GDP hosszútávon a potenciális GDP-vel legyen egyenlő. Mint általában, a kibocsátási rés hatással van a hazai inflációra, így adott nominális árfolyam mellett a reálárfolyamra. Az aktuális munkanélküliségi ráta és a NAIRU különbsége befolyásolja a versenyszektor béreit, amely az áregyenleten keresztül változtatja meg a reálárfolyamot. A hosszú távú folyamatokat tekintve a nominális bér a termelési függvény által meghatározott határtermelékenységtől függ, míg a GDP-deflátort a munkaköltség határozza meg. A kormányzati szektor bérei hosszútávon, egy hibakorrekciós tagon keresztül igazodnak a versenyszektor béreihez, azonban – ahogy ezt fentebb említettük – az előrejelzési horizonton általában exogén változóként kezeljük. Szimulációk készítésekor lehetséges a fogyasztóiár-index használata a versenyszektor béralkujának modellezésében. A fogyasztói árak legfontosabb tétele a maginfláció, amely az import áráktól a GDP-deflátortól és az indirekt adóktól is függ. A fogyasztóiár-index (CPI) a maginfláció és az exogén módon adott regulált ár, az üzemanyagár és az élelmiszerár súlyozott átlaga. A lakásár szintén a privát bér függvénye.

³⁶ A keresleti tényezők importtartalmát az 1998-as ágazati kapcsolatok mérlege alapján számítottuk.

A modell szerepelteti az állományokban bekövetkező változásokat is. Jóllehet megbízható adatok hiányában a vállalati szektor maradék elven képződik, ugyanakkor ez biztosítja, hogy az összes vagyonelem (kormányzati, lakossági, vállalati és külföldi) változása nullára összegződjön. Más szóval, a modelltől származtatott költségvetési hiány, valamint a lakosság és a külföld pénzügyi pozíciójának változása együtt meghatározza a vállalati szektor vagyonának változását. Ez utóbbi ellenben nem hat vissza a modell többi folyamatára.

Jelenleg a modell hátratekintő üzemmódban működik, tehát nincs lehetőség a várakozások explicit kezelésére. A modellben számos monetáris politikai szabály közül lehet választani. Ezek a sztenderd Taylor-szabály, az inflációs célkövetés, a rögzített nominális kamat és a hátratekintő rögzített rövid reál-kamat. Az alappályában a nominális árfolyamot exogénként adjuk meg, míg alternatívaként a hátratekintő fedezetlen kamat-paritás szabálya is alkalmazható. Hét bevételi és hat kiadási tétel írja le a fiskális oldalt a modellben, amelyekben a (kiegészített) SNA statisztikának megfelelően megjelennek a központi költségvetésen kívüli tételek is, ugyanakkor hiányoznak belőle az átmeneti tételek. Hosszú időhorizontú szimulációkban lehetőség van a ricardoi elvnek megfelelően a fiskális szolvencia bekapcsolására, amely a bevételi oldalon a bérhez kapcsolódó adóterhek küigazításával, míg a kiadási oldalon a dologi (nem bérjellegű) kiadások változtatásával közelít az előirányzott hiányhoz.

VI. 3. Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?

A *Jelentésben* a költségvetési hiány számszerűsítéséhez a jegybank a maastrichti hiánykritériumnál is használt, ún. ESA-95 módszertan szerinti, eredményszemléletű kamategyenleget (az államháztartás által fizetett és kapott kamatok egyenlege) használja. Az ESA-95 szerinti kamategyenleg mind módszertanában, mind hozamérzékenységében jelentősen eltér a költségvetési törvényben rögzített és a Pénzügyminisztérium publikációiban szereplő pénzforgalmi szemléletű, ún. GFS egyenlegtől. Az adósság finanszírozási költsége az adósság méretétől, a lejárat szerkezetétől, a devizaadósság súlyától és a hozamgörbétől függ, így hosszabb távon az adósság GFS és az ESA-95 szemléletű nettó kamatterhe megegyezik, azonban az egyes évek között a két módszertan máshogy osztja el az adósság finanszírozási költségét.

A GFS és az ESA-95 szemléletű kamategyenleg eltérése a két módszertan eltérő koncepciójából fakad. A GFS módszertan egy finanszírozási igény szempontú megközelítés, és azt számszerűsíti, hogy a költségvetés adott időszak alatt mennyi kamatot fizetett ki hitelezőinek az államadósságra, valamint ez a nettó kamatterh hogyan hat az adott időszaki finanszírozási igényre és a hitelező ténylegesen rendelkezésre álló jövedelmére. Az eredményszemléletű egyenleg ezzel szemben azt próbálja megragadni, hogy mennyi az államadósság valós, az államháztartás és a hitelező fogyasztási/megtakarítási döntéseit meghatározó finanszírozási költsége. A közgazdasági döntések szempontjából a pénzforgalmi szemléletnek csak likviditási korlátok fennállása esetén van jelentősége, hiszen például a felhalmozott, de még ki nem fizetett kamatról a hitelező tudja, hogy később feltétlenül megkapja azt.

A szemléletbeli eltérés a módszertanban három ponton eredményez jelentős eltérést. A két módszertan máshogy számolja el az adósság felhalmozott kamatait, a fix kamatozású kötvények kibocsátásakor a kötvény árfolyamértéke és névértéke közötti különbséget, az

úgynevezett nettó kibocsátáskori prémiumot³⁷, és az ESA-95 szemléletű egyenleg konszolidálja a kamatkiadásokat és kamatbevételeket az államháztartás alrendszerei között, a GFS szemlélet pedig nem konszolidálja az alrendszerek közötti kamatfizetéseket, például az önkormányzatok államkötvény-portfolióján realizált kamatbevételt.

VI. 3. 1. Az eredményszemléletű (ESA-95) módszertan szerinti kamategyenleg

Az eredményszemléletű kamategyenleg azt mutatja meg, hogy az adott időszakban – függetlenül attól, hogy sor került-e a tényleges kifizetésre – mennyi kamatfizetési kötelezettség keletkezett az államadósságon. Ezért az eredményszemlélet figyelembe veszi a kifizetett és a felhalmozott kamatokat, de a kötvények aukciós értékesítésekor keletkezett kibocsátáskori prémium vagy diszkont csak annyival befolyásolja az adott időszaki kamategyenlegét, amennyi időarányosan az adósságinstrumentum teljes futamidejéből a periódusra esik.

A fentiek miatt az ESA-95 módszertan szerinti kamategyenleget negyedéves szinten is csak az adósság nagysága, lejárat szerkezete és az adósság átlagos kamatterhe határozza meg, az egyes kötvények szelvényhozama és a kamatfizetések konkrét időpontja – a GFS egyenleggel szemben – nincsen rá hatással. Így az eredményszemléletű egyenleg negyedévek közötti ingadozása mérsékelt, a hozamok változása pedig csak fokozatosan jelenik meg, ahogy a lejáratú adósságelemek megújításával emelkedik az adósságon belül az új, alacsonyabb, vagy magasabb kamatozású instrumentumok aránya.

VI. 3. 2. A pénzforgalmi (GFS) módszertan szerinti kamategyenleg

A pénzforgalmi szemlélet a felhalmozott, de ki nem fizetett kamatokat nem veszi figyelembe, a kibocsátáskori nettó prémiumot azonban a pénzügyi teljesítés napján azonnal elszámolja. Mindez negyedéves szinten a GFS szemléletű kamategyenleg nagyobb ingadozását okozza. A pénzforgalmi szemléletnél a kamategyenleg egyszerre függ a hozamgörbe változásaitól, és az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által kibocsátott állampapírok lejáratának időpontjától, a kamatfizetések gyakoriságától és időpontjától, illetve a fix kamatozású kötvényeket kuponjának nagyságától is.

Szemléltetésképp tekintsük a következő esetet. Egy hat vagy tizenkét hónapos diszkontkincstárjegy sorozatot – a magasabb sorozatnagyság érdekében - 2 hónapon keresztül 4 alkalommal értékesít az ÁKK, így a lejáratok és a kamatfizetések koncentráltak. Így ha egy negyedévre két hat hónapos, vagy két 12 hónapos DKJ lejárat esik, akkor az adott negyedév kamatkidásai magasabbak a megelőző és a következő negyedévnél. Ha például a 2004-ben értékesített kötvények első kamatfizetése 2005-re esik, akkor a 2004 folyamán felhalmozott kamatok 2005. évi kifizetése javítja a 2004. évi, és rontja a 2005. évi GFS szemléletű kamategyenleget.

A kibocsátáskori prémium azonnali elszámolása a hozamok nem várt elmozdulása esetén az adott időszaki pénzforgalmi egyenleget sokkal nagyobb mértékben változtatja, mint az ESA-95 módszertan szerintit. Ha a hozamok emelkednek és az ÁKK a fix kamatozású, hosszú lejáratú kötvények szelvényeit nem emeli, akkor az aukciókon a kötvények árfolyama jelenősen alacsonyabb lesz a névértéknél, a GFS kamategyenleg pedig

³⁷ Ha az árfolyamérték meghaladja a névértéket, akkor – a költségvetés szempontjából – kibocsátáskori árfolyamnyereségről vagy prémiumról, ellenkező esetben pedig kibocsátáskori árfolyamvesztésről, illetve diszkontról beszélünk.

számottevően romlik. (A hozamok hirtelen csökkenése esetén a folyamat ellentétes irányú hatást fejt ki a pénzforgalmi egyenlegre.)

A GFS módszertan szerint a változó kamatozású állampapírok (kincstárjegyek, változó kamatozású kötvények) esetében egy esetleges hozamváltozás hatása csak késleltetve jelenik meg a GFS kamategyenlegben. Ennek megfelelően egy hozamváltozás hatása például a diszkont-kincstárjegyek kamatkidásaiban csak lejáratkor, 3, 6 illetve 12 hónap múlva jelenik meg.

Illusztráció. Egy adott kötvénysorozathoz tartozó GFS és ESA szemléletű kamatkidásnál akkor alakulhat ki nagy különbség, ha az első kibocsátás és a későbbi aukciók között a hozamokban nagy és nem várt változás alakul ki. Erre szemléletes példát mutat a jelenleg is aukcionált tízéves benchmark kötvény. Az ÁKK 2003 júniusában kezdte el 2014/C kötvénysorozat értékesítését, az akkori hozamgörbe alapján kiszámolt 5,5 százalékos szelvényhozammal. Az év második felében a hozamok számottevő mértékben emelkedtek, így az aukciókon a kötvényt csak jelentősen a névérték alatt sikerült értékesíteni. A november 27-i aukción a kötvény átlagos hozama 8,45 százalék, az átlagos értékesítési árfolyam pedig 80 százalék lett. A 20 milliárd forintos értékesített mennyiség mellett az aukciós prémium azonnali elszámolása 4 milliárd forinttal rontotta a 2003. évi GFS egyenleget, míg az ezen az aukción értékesített kötvények eredményszemléletű kamatterhe 2003-ban mindössze 110 millió forint volt.

Év	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ESA-95 módszertan szerinti kamatfizetés (%)	-0,5	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-0,9
GFS szerinti kamatfizetés (%)	-19,6	-3,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
ESA-95 módszertan szerinti kamatfizetés (Mrd. Ft)	-0,1	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-0,2
GFS szerinti kamatfizetés (Mrd. Ft)	-3,9	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1

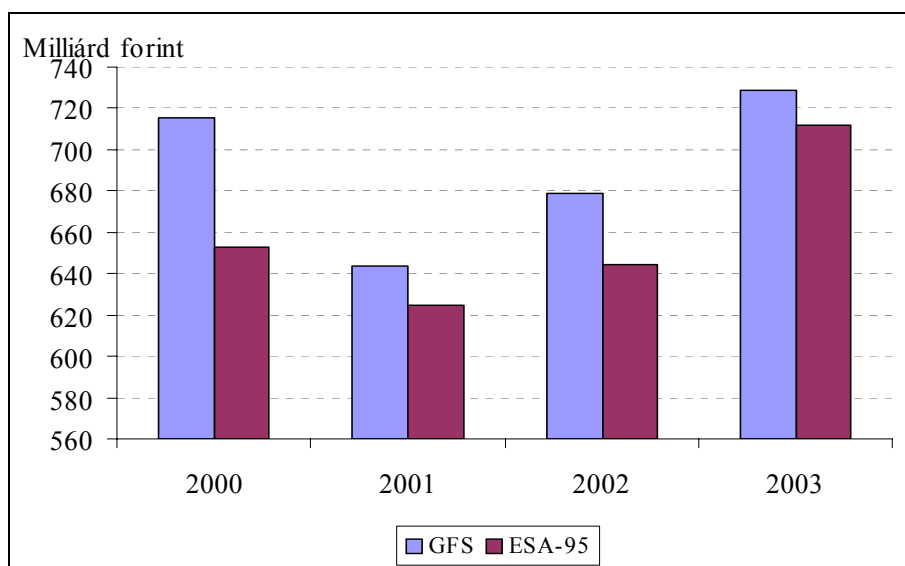
VI. 3. 3. Összehasonlítás – a hozamok változásának hatása a kamategyenlegre

A két módszertan közötti különbség miatt a pénzforgalmi és az eredményszemléletű kamategyenleg eltérően reagál a hozamgörbe változásaira. A GFS-egyenlegben a felhalmozott kamatok figyelmen kívül hagyása miatt a hozamgörbe fokozatos változásainak a kamategyenlegre gyakorolt hatása később jelentkezik, mint az ESA-95 szerinti egyenlegben. Ezért a 2002-t megelőző években, amikor a hozamok fokozatos csökkenése volt jellemző, a GFS egyenleg rendre magasabb volt, mint az ESA-95 módszertan szerinti. A nem várt, nagymértékű hozamemelődések hatásait, mint amilyenek például 2003-ban történtek, azonban a kibocsátáskori nettó prémium GFS egyenlegben történő azonnali elszámolása előrehozza az eredményszemléletű elszámoláshoz képest. Az ÁKK kibocsátási stratégiájában egyre inkább a hosszú, fix kamatozású államkötvények biztosítják a finanszírozási igény nagyobb részét, így 2002-től a kibocsátáskori nettó prémium elszámolása volt a meghatározó. A váratlan hozamemelkedések miatt a GFS-módszertan szerint elszámolt nettó kibocsátáskori árfolyamveszteség 2002-ben mintegy 40, 2003-ban 50 milliárd forint volt, és 2004-ben is várhatóan eléri majd a 40 milliárd forintot, így ezekben az években a GFS-egyenleg érzékenyebbnek bizonyult a hozamgörbe-változásokra.

Az ESA-95 módszertan szerinti egyenlegnél a felhalmozott kamatokban azonnal megjelenik a hozamváltozás hatása, a már megváltozott kamatok mellett kibocsátott új adósság súlyával arányosan. A nettó kibocsátáskori prémiumot az eredményszemléletű módszertan időarányosan elosztja a kötvény teljes futamidejére. Mivel egy decemberi teljesítés esetén az adott évből alig pár nap van hátra, ezért a fenti példában említett 20 milliárd forint értékű 10 éves kötvény decemberi aukciója – a GFS módszertan szerinti egyenleggel szemben – gyakorlatilag nem befolyásolná a 2004. évi eredményszemléletű kamategyenleget,

függetlenül attól, hogy a névérték hány százalékán sikerült értékesíteni az állampapírt. Ugyanakkor a magasabb hozamszint a kötvény teljes lejáratán rontja az eredményszemléletű egyenleget, míg a GFS egyenlegben az egyenlegromlásra már az első évben sor kerül. Az elmúlt évek hozamingadozásai miatt a GFS egyenleg rendre rosszabb lett, mint az eredményszemléletű, mert az ÁKK-nak az aukciókon többször csak jelentős mértékben a névérték alatti árfolyamon sikerült értékesítenie a felkínált állampapírokat, és ezen aukciók elszámolásai a GFS egyenleget az eredményszemléletűnél jobban rontottak az adott időszakban. Ugyanakkor az ESA-95 módszertan szerinti egyenleg ezt az árfolyamvesztést a következő évek folyamán egyenletesen számolja el, így ha a jövőben nem lesz számottevő az adott évre jutó (GFS szemléletű) kibocsátáskori árfolyamvesztés, akkor a költségvetés ESA 95 szerinti nettó kamatkidásai meghaladhatják majd a GFS módszertan szerinti.

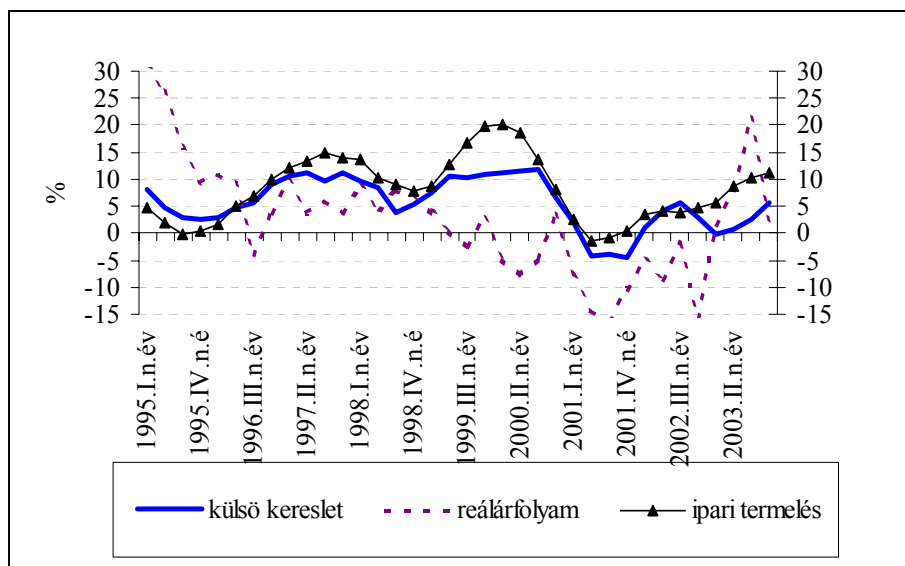
VI-1. ábra: A költségvetés ESA-95 és GFS módszertan szerinti kamategyenlege



VI. 4. Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében

Mint ismeretes az utóbbi negyedévekben az ipari termelés, azon belül pedig elsősorban az ipari exportértékesítés igen dinamikus növekedésnek indult Magyarországon. Gazdaságpolitikai szempontból igen fontos kérdés, hogy az *élénkülésben* milyen szerepe lehetett a külső konjunktúra felívelésének, illetve a reálárfolyam 2003 folyamán bekövetkezett gyengülésének. A kérdés megválaszolását bonyolítja, hogy a külső konjunktúra felívelése és a reálárfolyam leértékelődése nagyjából egyidőben kezdődött, ami megnehezíti az egyedi hatások különválasztását. (lásd a VI-2 ábrát.)

VI-2. ábra: Külső konjunktúra, ipari termelés és reálárfolyam Magyarországon*
(évesített negyedéves növekedési ütemek, három negyedéves mozgóátlag)



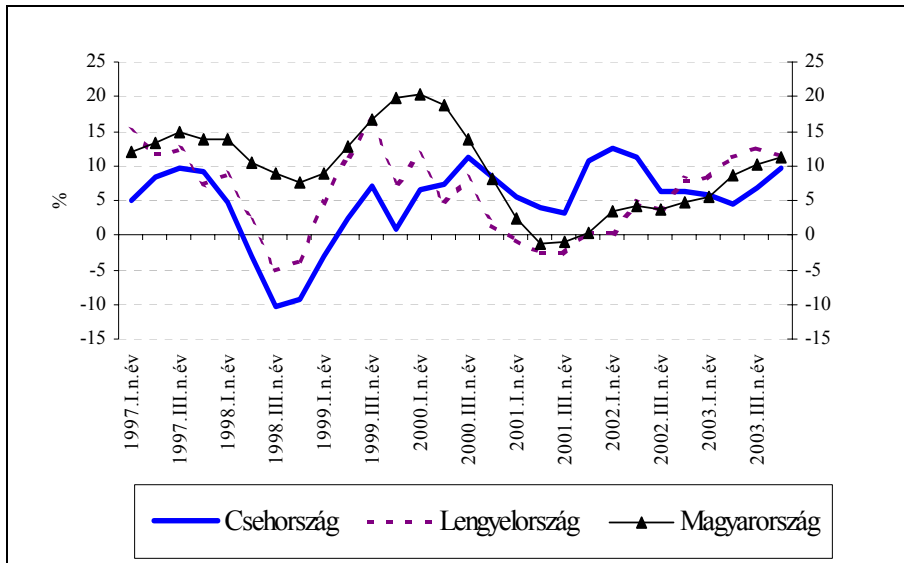
*Reálárfolyam fajlagos bérköltség alapon

Februári *Jelentésünkben* már jeleztük, hogy értékelésünk szerint a külső konjunktúrának van alapvető jelentősége a gyorsulásban, amit akkor arra a tényre alapoztunk, hogy a környező országok (Csehország, Lengyelország) ipari termelése eltérő reálárfolyam-pályák mentén a magyarhoz igen hasonló dinamika-gyorsulást mutatott. Az akkori megállapítást némileg árnyalják az alábbi ábráink is. Jól látható, hogy az ipari termelés 2002 elejétől kezdve mindegyik országban trendfordulót mutatott és azóta elég egyértelműen gyorsult. Míg ez gyakorlatilag egybeesett a külső kereslet - az előbbieknél hektikusabb, de azért jól kivethető - gyorsulásával mindegyik országban, a reálárfolyamok 2002-2003 folyamán teljesen eltérően viselkedtek: a zlotyi folyamatosan leértékelődött, a korona először fel, majd leértékelődött, míg a forint először fel majd leértékelődött. Jól látható ugyanakkor az is, hogy három négy éves időtávon viszont úgy tűnik, hogy a reálárfolyam-mutatók már tendenciózusabban együttmozognak, ami árnyalhatja korábbi megállapításunkat.³⁸ A kérdés ugyanis az, hogy a reálárfolyam mozgásoknak egy-két vagy inkább hosszabb távon lehet-e szerepe az ipari termelésben, és ez a hatás milyen erősségű.

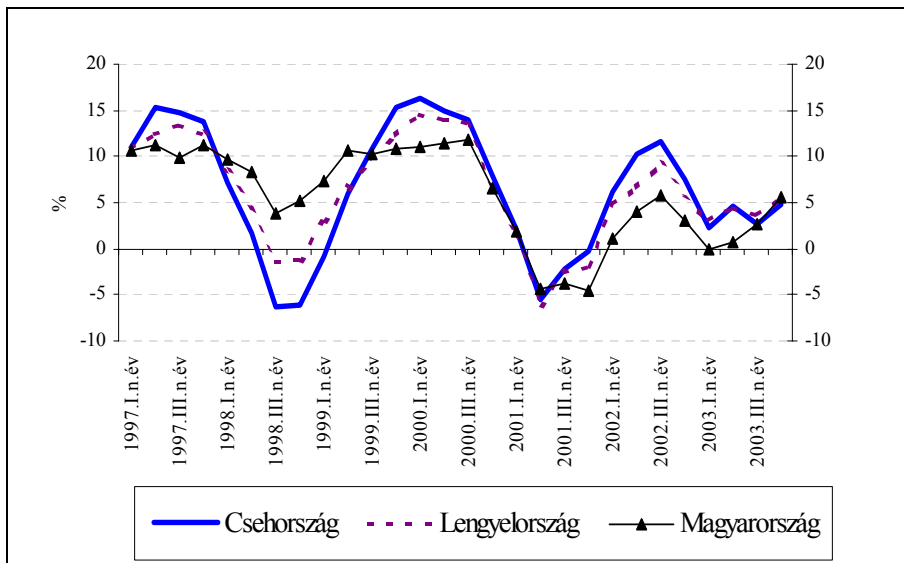
Korábbi következtetéseinket azért is árnyalnunk kell, mert az ipari értékesítés értelemszerűen nem csak a kereslettől és a versenyképességtől függ, hanem hat rá a technológiai fejlődés, tehát a termelékenység is.

³⁸ Az elérhető adatkorlátok miatt az elemzéshez Csehország esetében nem a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyamot használjuk az elemzésben, hanem a fogyasztóiár-index alapú mutatót.

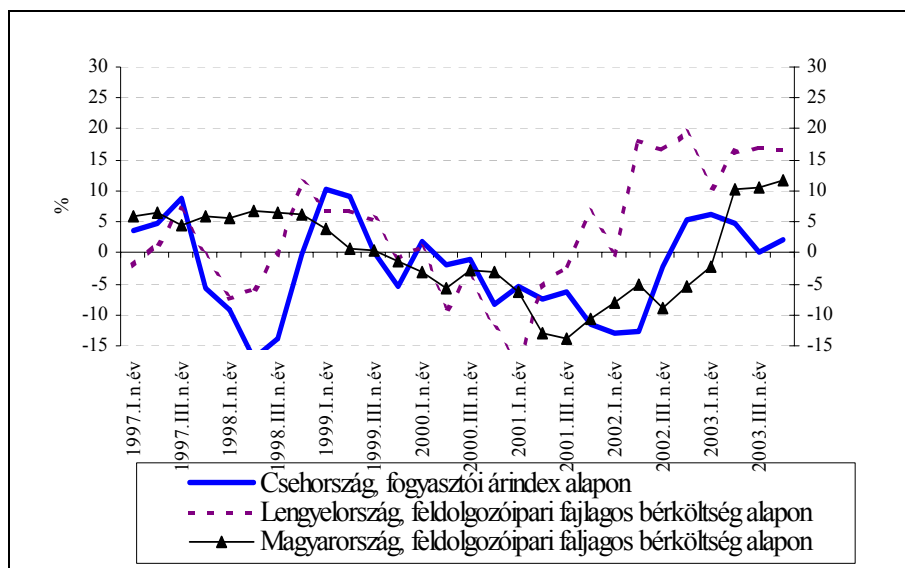
VI-3. ábra: Az ipari termelés, Cseh-, Lengyel- és Magyarország
(évesített negyedéves növekedési ütemek három negyedéves mozgóátlaga)



VI-4. ábra: Külső kereslet, Cseh-, Lengyel- és Magyarország
(évesített negyedéves növekedési ütemek három negyedéves mozgóátlaga)



VI-5. ábra: Reálárfolyamok, Cseh-, Lengyel- és Magyarország
(évesített negyedéves növekedési ütemek három negyedéves mozgóátlaga*)



*A pozitív érték reálcéltékelődést jelöl.

A fenti megállapításokat az intuitív elemzésen túl formálisabb módszerekkel is megvizsgálhatjuk. Olyan ország-modelleket próbálunk meg felállítani, ahol az ipari termelés a külső kereslet, mint keresleti, a termelékenység, mint kínálati és a reálárfolyam, mint versenyképességi tényezők hatásaként alakul. Kihhasználva az idősorok között hosszú távon fennálló - a közgazdasági elméletből nyerhető - korlátozásokat, azt vizsgáljuk, hogy az ipari termelés varianciáját milyen arányban magyarázzák a külső kereslet illetve a reálárfolyam mozgásai.³⁹

A kérdés az ún. SVAR modellkereten keresztül válaszolható meg viszonylag robusztusan. A módszerben ugyanis az adatok statisztikai viselkedésén túl minimális elméleti korlátozást alkalmazunk, így amennyiben az eredmények a közgazdasági elmélettel egybecsengenek, akkor azt állíthatjuk, hogy nem mi raktuk bele a modellbe az összefüggéseket, hanem azt az adatok tükrözik.⁴⁰

Eljárásunk lényege a következő volt. Első lépésben előállítottuk minden országra a három idősor (ipari termelés, külső kereslet, reálárfolyam⁴¹) legjobb statisztika reprezentációját.⁴²

³⁹ Felmerülhet, hogy az ipari termelés helyett érdemes lehet export adatokat használni, hiszen mind a külső kereslet, mind a reálárfolyam alapvetően az export-értékesítést befolyásolja. Elemzésünkben az ipari termelést használjuk, mert az ipari termelési adatok viszonylag jobb minőségű, egységesebb módszertan szerint készülő és kisebb revíziókkal jellemezhető statisztikák, mint a külkereskedelmi adatok. Más oldalról pedig, mivel mindegyik országban az ipari termelés húzóereje az exportértékesítés, nem veszünk számottevő információt ezzel a feltevésünkkel.

⁴⁰ A SVAR modellekről részletesen ld. például Canova (1995) "VAR: Specification, Estimation, Testing and Forecasting" In.: H. Pesaran and M. Wickens: Handbook of Applied Econometrics, Blackwell Publishers, pp 77-138

⁴¹ Az adatok forrása: Magyarország esetében az MNB által használt idősorok. Cseh- és Lengyel idősorok az OECD az Eurostat illetve a NIGEM adatbázisokból származtattuk. A mintaidőszak az elérhető adatok függvényében országonként változó volt. A kezdő időpont Csehország esetében 1993:I.né., Magyarország esetében 1992:I.né., Lengyelországnál 1995 I.né., a végpont minden esetben 2003 IV. negyedéve volt.

Ezután a strukturális modell származtatásához a következő három (országokénti) hosszú távú korlátozásokat érvényesítettük: (1) A külső keresletet hosszú távon nem befolyásolja a termelékenység/technológia változása. (2) A külső keresletet hosszú távon nem befolyásolja a reálárfolyam alakulása. (3) A külső kereslet hosszú távon egységnyi rugalmassággal hat az ipari termelésre.

A fenti elméleti korlátozásokat vizsgálva, mindegyikről megállapítható, hogy azok egyrészt viszonylag széles elméleti konszenzuson alapulnak, másrészt az a tény, hogy hosszútávon alkalmazzuk őket nem jelent megkötést az első néhány év viselkedésének magyarázatában. Részletesebben szólva (1) és (2) egyenesen következik abból, hogy a világpiacon méretének szempontjából kis nyitott gazdaságokkal van dolgunk, amelyek a nemzetközi volumen és árfolyamatokra elhanyagolható hatással bírnak. (3) pedig abból a közgazdasági-elméleti összefüggésből származik, mely szerint az adatokban megmutatkozó esetleges összetételhatást nem számítva, változatlan relatív kínálat és versenyképesség esetén egy ország piaci részesedése hosszú távon változatlan.⁴³

A fenti korlátozásokat alkalmazva, a modellből impulzus-válasz függvényeket nyerhetünk.⁴⁴ Ezek bizonytalansági intervallumát Monte-Carlo szimulációkkal állítottuk elő. Amennyiben a szignifikáns impulzus válasz függvények mindegyike az elméletnek megfelelő lefutást mutatja, akkor a modellünk elfogadható, és következtetések levonására alkalmas. A szignifikáns impulzus-válasz függvények alapvetően az elmélet által elvárt viselkedést mutatták, ami szerint a modell következtetések levonására alkalmas. Részletesebben szólva, gyakorlatilag mindhárom ország esetében a saját sokkra vett reakción túl kizárólag a külső keresletnek és a versenyképességnek az ipari termelésre gyakorolt hatása szignifikáns a várt előjellel. Tehát a külső kereslet emelkedésére és a versenyképesség növekedésére az ipari termelés nő.⁴⁵

Felhasználva a modelljeinkből megbecsült strukturális formát előállíthatjuk a magyar, cseh és lengyel ipari termelés idősorok ún. variancia-dekompozícióját, azaz meghatározhatjuk, hogy az ipari termelés idősorok varianciájából egy adott negyedévben illetve meghatározott negyedévekre előre mennyit magyaráz, a külső kereslet a termelékenység és a reálárfolyam.

Az alábbi táblázatokból jól látható, hogy a magyar ipari termelés varianciáját közel negyven százalékban a külső kereslet, fele részben a termelékenység és tíz százalékban a reálárfolyam magyarázza. A cseh és lengyel adatok némileg eltérő képet mutatnak. Míg Lengyelország esetében a külső kereslet magyarázóereje a magyarhoz hasonló, addig, a reálárfolyamé némileg magasabb, illetve a termelékenységé kisebb. A reálárfolyam legnagyobb magyarázóereje Csehországban mutatható ki, ugyanakkor még itt is elmarad a külső kereslet befolyásától.

⁴² Pontosabban fogalmazva minden országra egy háromváltozós VAR-t becsültünk, ahol az optimális késleltetés számát LR teszt alapján határoztuk meg.

⁴³ Persze ezt az elméleti összefüggést az adatok nem feltétlenül tükrözik, ugyanakkor esetünkben úgy tűnt, hogy mindezt nem jelentett irreális korlátozást.

⁴⁴ Az itt bemutatott korlátozásokon túl egyéb korlátozásokat is megvizsgáltunk. Ezek alapján úgy tűnt, hogy míg a magyar eredmények viszonylag robusztusak az eltérő korlátozásokra, addig a cseh és lengyel eredmények viszonylag érzékenyek azokra. Végezetül azonban azért döntöttünk az itt bemutatott korlátok alkalmazása mellett, mert (1) ezek a közgazdasági elméletből jól levezethető hosszú távú összefüggések (2) plauzibilis impulzus-válasz függvényeket eredményeztek. A részletekről részletesen ld. Kovács (2004) "Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás a kelet-európai országok ipari termelésében" MNB kézirat.

⁴⁵ A részleteket helyszűke miatt nem közöljük. Részleteket ld. Kovács (2004) "Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás a kelet-európai országok ipari termelésében" MNB kézirat.

VI-4. táblázat: A cseh ipari termelés varianciájának meghatározó tényezői
(a teljes variancia százalékában, adott számú negyedévre előre)

Negyedév/sokk	Külső kereslet	Termelékenység	Reálárfolyam
1	31,4	42,6	26,1
2	31,5	42,5	26,0
3	32,4	41,9	25,7
4	33,1	41,5	25,4
5	32,9	41,6	25,5
6	33,0	41,5	25,5
7	32,9	41,6	25,5
8	32,9	41,5	25,5
9	32,9	41,5	25,5
10	32,9	41,5	25,5

VI-5. táblázat: A lengyel ipari termelés varianciájának meghatározó tényezői
(a teljes variancia százalékában, adott számú negyedévre előre)

Negyedév/sokk	Külső kereslet	Termelékenység	Reálárfolyam
1	48,0	36,3	15,7
2	45,8	37,8	16,4
3	41,3	40,7	18,0
4	41,3	40,7	18,0
5	38,7	42,4	18,9
6	38,8	42,4	18,9
7	38,7	42,4	18,9
8	38,6	42,5	18,9
9	38,7	42,4	18,9
10	38,6	42,5	18,9

VI-6. táblázat: A magyar ipari termelés varianciájának meghatározó tényezői
(a teljes variancia százalékában, adott számú negyedévre előre)

Negyedév/sokk	Külső kereslet	Termelékenység	Reálárfolyam
1	37,5	50,1	12,4
2	44,2	44,8	11,0
3	37,3	50,4	12,3
4	38,0	49,9	12,1
5	38,4	49,6	12,0
6	38,5	49,5	12,0
7	38,4	49,6	12,0
8	38,4	49,6	12,0
9	38,4	49,6	12,0
10	38,4	49,6	12,0

VI. 5. A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről

Az MNB-vel szoros szakmai együttműködésben a KSH 2004. májusától rendszeresen közli az ún. *változatlan adótartalmú árindex* (VAI) alakulását. A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index az elemzési célra készült, kiegészítő jellegű mutatók közé tartozik, hasonlóan a maginflációhoz. Az ebbe a csoportba tartozó inflációs mutatók közös tulajdonsága hogy a gazdaság hosszú távú, kereslet-kínálati folyamatai okozta fogyasztói árváltozást mérik. Konkrétan, a KSH változatlan adótartalmú árindexe az ún. indirekt adók változásának az érintett árakra gyakorolt azonnali, közvetlen hatását szűri ki, azaz azt méri, hogy mekkora lenne az infláció, ha a viszonyítási (bázis) időszakhoz képest nem változtak volna a fogyasztói termékeket és szolgáltatásokat terhelő adók.

A változatlan adótartalmú inflációs mutató számítása nem ismeretlen az Európai Unióban, de egy nemzetközileg is sztenderdizált mutató bevezetése csak a következő években várható. Magyarországon az indirekt adók idei általános és erőteljes emelése tette sürgetővé, hogy a hosszú távú inflációs folyamatok nyomán követése érdekében a fogyasztóiár-indexből kiszűrésre kerüljenek az ÁFA a jövedéki és fogyasztási adók változásai.⁴⁶

VI. 5. 1. Mit szűr ki ez a mutató? Az indirekt adókról általában

Indirekt adónak minősülnek azon adók, ahol az adóalany és az adó teherviselője elválik egymástól, és az adó közvetlenül áthárítható a fogyasztókra.

A változatlan adótartalmú árindexből azon adófajták szűrhetőek ki pontosan, amelyek értéke vagy mértéke számszerűsíthető. Ebbe a körbe tartoznak a végső fogyasztói (kiskereskedelmi) ár százalékában kifejezett, vagy forintban megadott (ún. tételes) adók.

Ezért a termelési folyamatot érintő adók (például ilyen az ökoadó vagy a környezetterhelési díj), ahol a termelés későbbi fázisaiban keletkező hozzáadott érték és jelentkező kereskedelmi árrés miatt csak hozzávetőleges becsléssel lehetne meghatározni az adó értékét a végső fogyasztási árból, a legtöbb országban nem kerülnek kiszűrésre az ilyen inflációs mutatókban.

A legtöbb fogyasztási cikk és szolgáltatás árát érintő ÁFA a végső fogyasztói ár százalékában van kifejezve, míg a dohány illetve az alkohol termékeket érintő jövedéki adók a tételes adók közé tartoznak, így ez utóbbi két adónem változása szűrendő ki elsősorban a változatlan adótartalmú inflációs mutatóból.⁴⁷

A fogyasztási adó a termelői vagy az importár százalékában van kifejezve (például a kávé vagy az arany esetében), ezért a változatlan adótartalmú inflációból való kiszűrésük csak becsléssel történhet.

⁴⁶ Az indirekt adók hatásának általános inflációtól való elkülönítésének elvi kérdésével már korábban is foglalkoztunk, ld. Ferenczi - Valkovszky - Vincze, *Mire jó a fogyasztói-ár statisztika*, MNB Füzetek, 2000/5 (www.mnb.hu).

⁴⁷ A dohány jövedéki adója a tételes adó mellett százalékos adót is tartalmaz, de ezen százalékban kifejezett érték szintén a végső fogyasztói árból számolandó.

VI. 5. 2. Nemzetközi gyakorlat

Egységes nemzetközi gyakorlat nem alakult ki az adóintézkedéseket kiszűrő inflációs mutatószámításával kapcsolatban. A következő területeken figyelhetőek meg a legnagyobb különbségek.⁴⁸

A mutató tartalma

Az országok kisebb részében az indirekt adókon kívül kiszűrésre kerülnek a fogyasztói ártámogatások (mint negatív adók) is, így biztosítva az elszámolás szimmetriáját. A támogatások változása ugyanis szintén nem tekinthető a gazdasági keresleti - kínálati folyamatai által befolyásolt infláció részének, mert hasonlóan az indirekt adók változásához jellemzően egyszeri adminisztratív intézkedésnek tekinthetőek.

Egyes országokban becsléssel kiszűrik a termelési adókat is, de tekintettel számszerűsíthetőségük nehézségére, a jellemző gyakorlat az, hogy sem az ártámogatások, sem a termelést érintő adók nem kerülnek kiszűrésre. Így jellemzően külföldön is az ÁFA, a jövedéki és esetleg a fogyasztási adó típusú adókat szűrik ki a változatlan adótartalmú inflációs mutatóból

A mutató képzése

Az indirekt adók árindexből való kiszűrésére alapvetően kétféle módszertan kínálkozik: az ún. nettó illetve a (KSH által is alkalmazott) ún. változatlan adótartalmú inflációs mutató számítása

A nettó infláció esetén mind a bázis, mind a tárgyhónap esetében a fogyasztói árból levonásra kerülnek az indirekt adók. Az így kapott "nettó árak" változása jelenti a nettó inflációt. A módszer logikus; de gyakorlati hátránya, hogy a tételes adók miatt a nettó infláció akkor is eltérhet a hivatalos fogyasztóiár-indextől, ha nem is változtak az adómértékek.

A változatlan adótartalmú infláció ezzel szemben csak az adók változásának hatását szűri ki. A mutató képzésénél feltételezzük az adótörvények bázisidőszakbeli állapotban való változatlanágát. A mutató előnye, hogy csak akkor mutat eltérést a fogyasztóiár-indextől, ha a bázisidőszakhoz képest változtak az adók.

VI. 5. 3. Változatlan adótartalmú árindex számítása Magyarországon

Az MNB a 2003. augusztusi *Jelentésben* készített először becsléseket nettó jellegű inflációs mutatókra. A 2004. februári *Jelentésben* is alkalmazott ún. "nettó 2. típusú" mutató az ÁFA-tól és jövedéki adóktól megtisztított infláció becslésének tekinthető, míg a "nettó 3. típusú" mutató a szabályozott árakat sem tartalmazta. Az elmúlt hónapokban az MNB és a KSH szakemberei közösen kidolgozták a változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index magyarországi módszertanát.

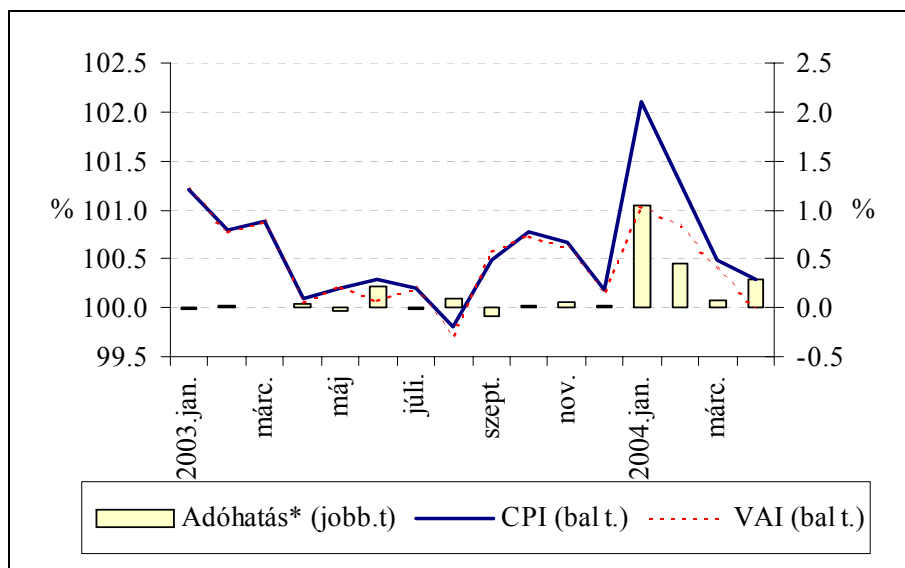
A hazai változatlan adótartalmú árindex módszertanát a KSH május 11-i fogyasztóiár-index közlésekor mutatta be.⁴⁹ A fogyasztóiár-indexből a KSH kiszűri az ÁFA a jövedéki adó, a

⁴⁸ A nemzetközi gyakorlatról ld. Finnország esetében *The Consumer Price Index. A handbook for users*, Statistics Finland, 1998; Svédország esetében *The Swedish Consumer Price Index. A handbook of methods*, Statistics Sweden, 2001; Nagy-Britanniához pedig Beaton - Fisher, *The construction of RPIY*, Bank of England, February 1995.

⁴⁹ Ld. *A változatlan adótartalmú árindex (constant tax rate index) számításának módszertana* a KSH honlapján (<http://www.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/modsz/modsz04.html>)

fogyasztási⁵⁰ adó és a személygépkocsi regisztrációs adóját. A fogyasztói árkiegészítések számszerűsítése hosszadalmas, ezért az ártámogatások jelenleg még nem kerültek kiszűrésre. A KSH a reprezentánsok szintjén végzi el az adóváltozások kiszűrését, úgy hogy a reprezentánsok súlya változatlan marad. A változatlan adótartalmú index egyelőre csak 2002 decemberéig kerül visszavezetésre, így jelenleg változatlan adótartalmú infláció havi indexe 2003. januártól, míg éves indexe 2004. januártól kezdődően áll rendelkezésre.

VI-6. ábra: A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú index havi alakulása*
(szezonalitást is tartalmazó indexek, előző hónaphoz képest, százalék)



** Az adóhatást a havi fogyasztói árindex valamint a változatlan adótartalmú árindex havi különbségeként számszerűsítettük.

VI. 5. 4. Az új inflációs mutató értelmezése

Közvetlen – technikai – hatás

Rövid távon a fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú index különbségéből az adórendszer változásának közvetlen hatása fejezhető ki. Az indirekt adók idei év eleji emelésének hatása a fogyasztóiár-indexre 2004. márciusig mintegy 1,6 százalékpont volt.

Közvetett hatás

Középtávon a mélyebb elemzések rámutathatnak a közvetett hatásokra is, mert a közvetlen adók változása nem 100 százalékosan jelenik meg a fogyasztóiár-indexben. Már az első publikált adatokból látszik, hogy a kereskedők/szolgáltatók esetenként kereskedelmi árrésük rovására csak az adóemelés mértékénél kisebb mértékben emelték áraikat.

⁵⁰ Ugyan eltörölték a kávé és ékszerek fogyasztási adóját és személygépkocsikra kivetett fogyasztási adó helyett a regisztrációs adót vezették be, a 2002 decemberig visszavezetett árindexek tartalmazzák a fogyasztói adókat is.

Az inflációs várakozásokra gyakorolt hatás

Hosszabb távon a változatlan adótartalmú index segítségével az indirektadó-emelés inflációs várakozásokra gyakorolt hatását lehet vizsgálni. Optimális esetben a gazdasági szereplők egyszerűnek tekintik ezen adminisztratív intézkedéseket, és nem számítanak az inflációs folyamat gyorsulására. Amennyiben ezen feltételezések helytállóak, a változatlan adótartalmú index trendjét nem törik meg ezen adminisztratív intézkedések. Hasonlóan, indirektadó-csökkentések idején a változatlan adótartalmú infláció nyomon követése segít elkülöníteni az adócsökkentések miatt bekövetkező deflációt a hosszabb távon is tartós folyamatoktól. Ilyen elemzések lehetővé tétele a változatlan adótartalmú inflációs árindex számolásának és publikálásának fő célja.

VI. 6. Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára

A munkapiaci folyamatok alakulását meghatározó tényező, hogy 2001. januárjában a minimálbér 25500 Ft-ról 40 000 Ft-ra, majd egy évvel később 50 000 Ft-ra emelkedett (57 százalékos, illetve 25 százalékos emelkedés). Feltételezésünk szerint azonban a tényleges bérinfláció a hivatalos munkaügyi statisztikákban számszerűsített mértéknél kisebb volt. E torzítás abból adódott, hogy a gazdaság jelentős részében a korábbi tényleges bérkifizetések meghaladták a minimálbért, miközben e bérek közterhei a hivatalos minimálbéren alapultak. Így a vállalatok lekérdezésén alapuló statisztika az adott év januárjától a hivatalosan kifizetett bérek látványos emelkedését mutatta, felülbecsülve a tényleges munkajövedelem-növekedést. A minimálbéremelésekhez való alkalmazkodás másik módja a teljes munkaidősök részmunkaidőssé nyilvánítása volt, és feltehető, hogy szűkebb körben az alacsony termelékenységű – alacsony bérű alkalmazottak elbocsátására is sor került. Emiatt a foglalkoztatás összetétele eltolódott a magasabb bérűek felé, ami ugyancsak felfelé torzítja a bérstatisztikát.

Az említett hatások a KSH munkaügyi átlagkereset-statisztikáinak korrigálását indokolják. Erre a múltban is sor került, azonban friss kutatási eredmények, valamint a korábbi módszerrel korrigált adatok és az eredeti KSH idősorok közötti indokolatlan eltérés miatt felülvizsgáltuk korábbi módszerünket. Az alábbiakban röviden bemutatjuk a korábbi módszert, majd ismertetjük az új korrekció három fázisát.

VI. 6. 1. Minimálbér-korrekción a múltban

A korábbi módszer első fázisában minden ágazatban és ágazatcsoportban ökonometriai eszközök segítségével azonosítottuk a minimálbér-emelések bérszintnövelő hatásait. Technikailag mindez ágazati ARIMA modellek becslését jelenti, melyekhez hozzáadtuk a minimálbér idősort, mint regresszort. A korrekciót azon ágazatok esetében tartottuk indokoltnak, amelyeknél a minimálbér hatása szignifikánsnak bizonyultak. Ezek után a becsült paraméterek segítségével a teljes időhorizonton kiszűrtük a minimálbér-emelések teljes hatását. Az így kapott növekedési ütemeket ráláncoltuk az eredeti KSH 2001 második negyedévi átlagkereset-szint adatokra. A következő lépésben az idősorokat szezonálisan igazítottuk. Végezetül Kertesi–Köllő [2002] becslései alapján visszatettük a 2001-es és 2002-es minimálbér-emelések „effektív” hatásait. Egyéb információ hiányában a teljes versenyszférára gyakorolt hatásokat az egyes ágazatok között ágazati létszám súlyok alapján osztottuk szét.

A fenti módszer több szempontból sem kielégítő. Egyrészt a minimálbér regresszor paramétereit és szignifikancia szintjét nagymértékben befolyásolja a 2001-es és 2002-es kiugróan magas minimálbér-növekedés. Sok esetben a korábbi, kisebb mértékű emeléseknek nem voltak kimutatható hatásai, a minimálbér-változó csupán a 2001-es és 2002-es bérszintváltozásnak tulajdoníthatóan vált szignifikánssá, vagyis ökonometriai értelemben vett törés van a becsült egyenletben. A 2001-et megelőző és követő időszakokra becsült paraméterek korlátozása révén így a korábbi időszakra felülbecsültük, 2001-et követően pedig alulbecsültük a teljes hatást. Egyértelműen felfelé torzítja azonban a becslést, hogy számos esetben a bérmegállapodások év elején, az első negyedévben kötődnek. A becsült paraméterek így magába foglalják az év eleji „normál”, minimálbéremeléstől független béremelések hatásait is.

Másrészt semmi okunk nincs kiszűrni az adatokból a korábbi évek minimálbéremeléseinek hatását. Ezt súlyosbítja, hogy a korrekció későbbi fázisában csupán a 2001-es és 2002-es emelések „effektív” hatásait tettük vissza.

Harmadrészt jelentősen befolyásolhatja a szezonális igazítást, ha a minimálbéremelések hatásaitól teljes mértékben eltekintünk. Így semmi nem garantálja, hogy a többi időpontban nem térünk el – akár jelentősen is – az eredeti KSH növekedési ütemektől. Mindez meg is mutatkozik az adatokban, miszerint 2003-ban mindvégig a korrigált adatok és az eredeti szezonálisan igazított KSH adatok negyedév/előző negyedév indexei között több mint fél százalékpontos eltérés maradt, amely láthatóan a későbbiekben sem csökkenne.

Negyedrészről semmi nem garantálja, hogy az egyes ágazati „effektív” hatások konzisztensen kiadják a teljes versenyszférára vonatkozó becsléseket.

Végezetül problémát okozhat az egyre bővülő szintbeli eltérés. A módszerből adódóan az előző pontokban említettek hatására a korrigált átlagbérek a múltban alacsonyabb szintről indulva a KSH adatok fölé emelkedtek, az eltérés pedig az idő előrehaladtával folyamatosan nő.

VI. 6. 2. Minimálbér-korrekció új módszertana

Látni fogjuk, hogy az új korrekció során megőriztük a három fázisból álló megközelítést, csupán azok módszerén változtattunk.

A 2001-es és 2002-es minimálbér-emelések „extra” hatásainak azonosítása és kiszűrése

A korábbi évek kisebb mértékű minimálbér-emeléseinek, valamint az év eleji béremeléseknek átlagbérszintet növelő hatásait szezonalitásként kezeljük. A 2001-es és 2002-es nagy mértékű minimálbér-emelések a „normál”, év eleji béremeléseken túli hatásait az igazítás során két dummy segítségével azonosítjuk, vagyis két „level shiftet” viszünk az igazított sorba. A dummy-kat csak akkor őrizzük meg, ha a becsült ARIMA modellben 5 százalékos elsődleges hibahatár mellett szignifikánsnak bizonyulnak. Így a következő ágazatok és ágazatcsoportok esetében találtunk az idősorban szintbeli ugrást:

- *2001-ben és 2002-ben egyaránt:* Mezőgazdaság; Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás; Textilipar, ruházat és bőrtermékek gyártása; Nemfém ásványi termékek gyártása; Piaci szolgáltatások; „Egyéb szolgáltatások”.
- *Csak 2001-ben:* Építőipar; Teljes versenyszféra (mezőgazdaság nélkül)

Ha a level shiftet a trendhez rendeljük hozzá, úgy megkapjuk az eredeti, szezonálisan igazított KSH idősort. Ha az előbbi hatást kiszűrjük, megkapjuk a két minimálbér-emelés „extra” hatásaitól teljes mértékben mentes idősort.

A minimálbér-emelések „effektív” hatásának visszatétele

Ehhez két támpontunk van:

- Kertesi – Köllő [2003] becslése a minimálbér-emelések elsődleges hatásairól. Ez utóbbi azt mutatja, hogy korábban az új minimálbér alatt keresők béreinek kötelező megemlése hány százalékkal növelte a versenyszféra átlagkeresetét. Számításaik alapján a foglalkoztatáspolitikai beavatkozások 2001 januárjában 2,33 százalékos, 2002 januárjában 1,78 százalékos addicionális bérinflációt eredményeztek.
- Ugyancsak Kertesi – Köllő [2003] logit modell becslése, amely a (2000 májusában) minimálbér alatti bérezés esélyeit magyarázza egyéni- és vállalatfüggő (többek között ágazati dummy) változókkal. A becslésből nyert, ágazatokra vonatkozó odds ratio-k segítségével határozzuk meg, hogy az előző pontban említett, teljes versenyszférára vonatkozó hatások hogyan oszlanak meg az egyes ágazatok között.

Legyen γ_t^i a t időpontban (negyedévben) bekövetkezett minimálbér emelés i ágazat átlagos bérszintjére gyakorolt „effektív” hatása, w_{t-1}^i és $(w_t + \gamma_t^i)$ a minimálbér-emelést megelőző utolsó negyedévi, illetve az emelést követő első negyedévi ágazati átlagkereset-szint. Így:

$$\frac{w_t^i + \gamma_t^i}{w_{t-1}^i} = \frac{w_t^i}{w_{t-1}^i} + \frac{\gamma_t^i}{w_{t-1}^i} = \dot{w}_t^i + \dot{\gamma}_t^i, \text{ vagyis az } i \text{ ágazat } t-1 \text{ és } t \text{ időszak (negyedévek) közötti}$$

bérinflációja a „normál” bérinfláció (\dot{w}_t^i) és az adott évi minimálbér-emelés okozta bérinfláció ($\dot{\gamma}_t^i$) együttes hatása.

Ugyanez az összefüggés teljesül a teljes versenyszférára is:

$$\frac{W_t + \Gamma_t}{W_{t-1}} = \frac{\sum_i l^i (w_t^i + \gamma_t^i)}{\sum_i l^i w_{t-1}^i} = \frac{\sum_i l^i w_t^i}{\sum_i l^i w_{t-1}^i} + \frac{\sum_i l^i \gamma_t^i}{\sum_i l^i w_{t-1}^i} = \dot{W}_t + \dot{\Gamma}_t,$$

ahol l az i ágazat létszámbeli súlyát jelöli.⁵¹

Ahhoz, hogy meghatározzuk a minimálbér-emelések egyes ágazatok bérinflációjára gyakorolt hatásait ($\dot{\gamma}_t^i$), a következő összefüggéseket használtuk:

- A teljes versenyszférára gyakorolt hatás Kertesi – Köllő [2003] becslését adja vissza, vagyis:

$$\dot{\Gamma}_t = \frac{\sum_i l^i \gamma_t^i}{W_{t-1}} = \begin{cases} 0,0233 \text{ ha } t = 2001q1 \\ 0,0178 \text{ ha } t = 2002q1 \end{cases}$$

- Az ágazati minimálbér-hatások Kertesi – Köllő [2003] által becsült odds ratio-k (θ^i) arányait tükrözzék:

⁵¹ Az aggregált átlagkeresetek esetében fixen tartott ágazati létszám súlyokkal számoltunk, kiszűrve ezáltal az ágazati, szerkezeti összetétel változásából eredő hatásokat.

$$\frac{\dot{\gamma}_t^i}{\dot{\gamma}_t^j} = \frac{\theta^i}{\theta^j}$$

Az egyenletrendszerből megkapjuk az ágazati „effektív” minimálbér-hatásokat:

$$\dot{\gamma}_t^i = \frac{\dot{\Gamma}_t}{\sum_j (l^j \frac{w_{t-1}^j}{W_{t-1}} \frac{\theta^j}{\theta^i})}$$

Szintbeli korrekció

Miután minden ágazatra és ágazatcsoportra megkaptuk a minimálbér-emelések „nem effektív” részétől mentes átlagbér idősorokat, a bérszinteket fixen tartott negyedév/előző negyedév növekedési ütemek mellett 2002 második negyedévtől rásimítjuk az eredeti KSH idősorokra.

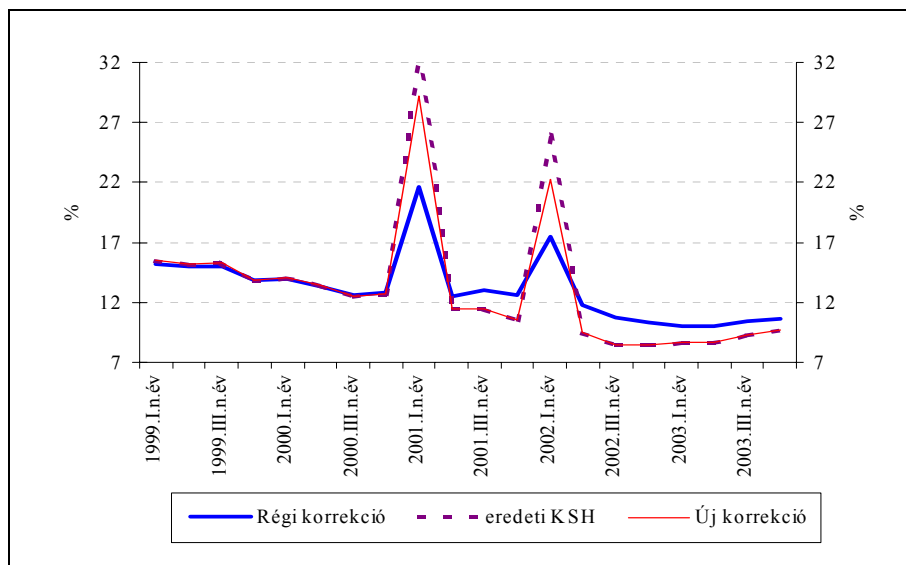
VI. 6. 3. Eredmények

Az új korrekció legfontosabb eredménye, hogy a 2001, illetve 2002 első negyedéve kivételével a növekedési ütemek megegyeznek az eredeti KSH szezonálisan igazított adatokkal. Ugyancsak fontos, hogy az időszak végén nincs szintbeli eltérés.

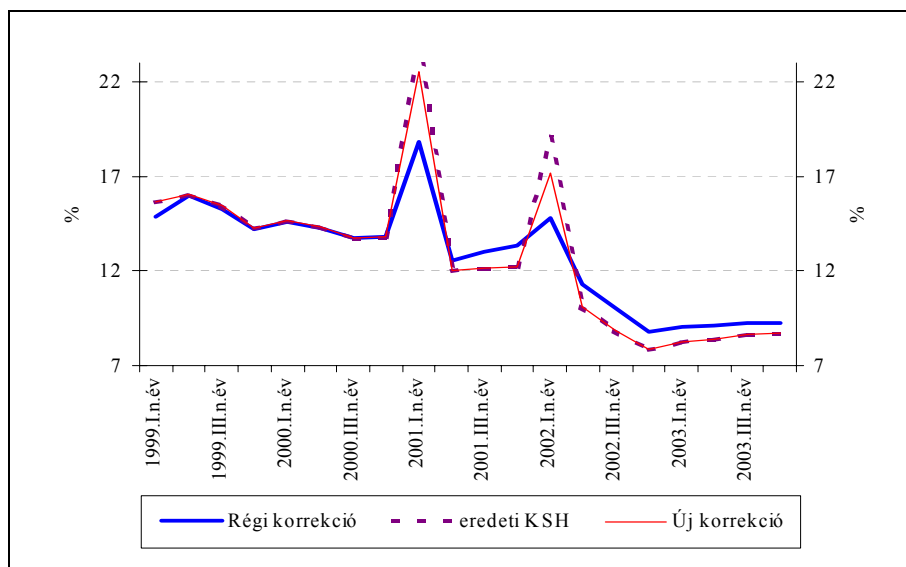
Ábránkon jól látható, hogy a szolgáltató szektor korrigált bérinflációja dinamikájában ugyan hasonló a korábbi korrigált adatsorhoz, a növekedési ütemek között azonban 2001 második negyedévtől mindmáig 1-2 százalékpontos eltérés maradt fenn. Ennek következtében a teljes versenyszféra bérinflációja az említett időszakban 0,5-1 százalékponttal lejjebb került. A különbség megmutatkozik az éves indexekben is, amelyek a bázishatások miatt 2003-ra még jelentősebb eltérést mutatnak.

Mindennek következtében a folyamatokról alkotott képünk lényegesen nem változott meg, az alacsonyabb bérinfláció azonban a korábbi feltételezésünkénél némileg erőteljesebb béralkalmazkodásra utal. Továbbra is igaz azonban, hogy a tavalyi évben megtorpant, majd meg is fordult a bérinfláció korábbi csökkenése.

VI-7. ábra: Bérinfláció a piaci szolgáltatások körében
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



VI-8. ábra: Bérinfláció a versenyszférában
(évesített negyedév/előző negyedév indexek)



* *Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások súlyozott átlaga*

VI-7. táblázat: Eredményeink
(éves indexek)

	eredeti		szezónálisan igazított	
	nem korrigált (KSH-adatok)		nin.bér-hatásra korrigált	
			Új módszerrel	Régi módszerrel
	Feldolgozóipar			
2001	14,5	14,4	14,4	14,4
2002	11,7	11,6	11,6	11,6
2003	8,1	8,1	8,1	8,1
	Szolgáltatások			
2001	16,8	16,9	16,1	14,9
2002	13,8	13,7	12,9	13,3
2003	8,8	8,8	8,8	10,3
	Versenyszféra			
2001	15,7	15,7	15,3	14,7
2002	12,8	12,7	12,3	12,5
2003	8,5	8,5	8,5	9,3

VI. 7. Mit mutat a legyezőábra?

A legyezőábra célja, hogy valamely gazdasági folyamat előrejelzése esetén az alap-előrejelzést övező bizonytalanságot átlátható, grafikus formában megjelenítse. Erre általában azért van szükség, mert nagyon kicsi – elméletileg nulla – annak a valószínűsége, hogy tényadatok a jövőben pontosan megegyezzenek az alap-előrejelzés számaival. Éppen ezért fontos, hogy a kiemelkedő jelentőségű folyamatok előrejelzése esetén a pontbecslések mellett az előrejelzés bizonytalansága is bemutatásra kerüljön.

VI. 7. 1. Milyen kockázatokat tartalmaz a legyezőábra?

Mivel előrejelzésünk feltételes, ezért a legyezőábra is az. Ez annyit jelent, hogy – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – az eloszlás nem tartalmazza azokat a bizonytalanságokat, amelyek a monetáris politika alakulásában (kamatlépések, árfolyam) illetve a fiskális politika még nem ismert intézkedéseiben rejlenek.

Ezen túl viszont igyekszünk minden kockázati tényezőt figyelembe venni: a bizonytalansági eloszlás tartalmazza a legfontosabb exogén folyamatokból (például: olajárak, euró dollár árfolyam), a lényeges endogén folyamatokból (például: béralakulás, lakossági fogyasztás, inflációs várakozások), valamint az előrejelzési módszerek hibáiból eredő kockázatokat is.

A kockázati tényezők többségénél a bizonytalanság mértékét a múltbeli előrejelzési hibákból kiindulva határozzuk meg. Vannak azonban olyan esetek, amikor ez nem lehetséges; ezek többnyire hosszú távú egyensúlyi folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanságok (például: fogyasztás/jövedelem arány alakulása).

A múltbeli előrejelzési hibák használata és az előrejelzés feltételessége felvet egy lényeges kérdést. A historikus előrejelzési hibák alapján számolt variancia nem feltételes érték, azaz azt a bizonytalanságot is megjeleníti, ami a monetáris kondíciók változásából adódott. A feltételes előrejelzés bizonytalanságának meghatározásakor elvileg ezt az addicionális bizonytalanságot ki kellene szűrni. A nemzetközi jegybanki gyakorlatban ugyanakkor általánosan elfogadott, hogy ezt nem számszerűleg, hanem az előrejelzések bemutatása során, verbálisan tesszük meg.

VI. 7. 2. A legyezőábra értelmezése

A jelenlegi előrejelzés készítésekor az utolsó tényadat a 2004. első negyedévi érték volt, ezért az eloszlást jellemző sávok a III-10. ábrán ettől az időponttól indulnak.

A legsötétebb, középső sáv azt a tartományt jelöli, amelybe az infláció harminc százalékos valószínűséggel esni fog. A legsötétebb sáv mindig tartalmazza az alap-előrejelzést.

A középső sáv és az a körül található két, világosabb sáv együtt hatvan százalékos valószínűséget fednek le, és figyelembe véve a legszélső sávokat is, a teljes színezett terület az inflációs pályát kilencven százalékos valószínűséggel fogja tartalmazni.

A sávok által le nem fedett területbe eső infláció valószínűsége ezek szerint tíz százalék. Fontos kiemelni azt, hogy aszimmetrikus kockázatok esetén az egyező színű sávok, és a legyezőábrán kívül eső terület megoszlása sem szimmetrikus, azaz például nem igaz az, hogy a színezett terület feletti és az alatti infláció valószínűsége öt-öt százalék.

A legyezőábrából kiolvasható legfontosabb információ azonban nem az egyes pályák valószínűsége, hanem az ezeket a valószínűségeket meghatározó eloszlásban megjelenő bizonytalanság *mértéke* és *iránya*. Ezek helyes értelmezésében segít az alábbi két „hüvelykujjszabály”.

- A bizonytalanság mértékét a – kumuláltan értelmezett – sávok szélessége jeleníti meg. Szélesebb sáv nagyobb bizonytalanságot jelent.
- A bizonytalanság irányát az azonos színű alsó és felső sávok szélességének aránya jeleníti meg. Szélesebb felső sáv felfelé irányuló, szélesebb alsó sáv lefelé irányuló kockázatot jelent.

Az első szabály például a III-10. ábrán bemutatva azt jelenti, hogy az utolsó tényadattól kezdve időben előre haladva a legsötétebb és a „második legsötétebb” sáv által *együttesen* lefedett terület egyre szélesebb, jelezve ezáltal, hogy a távolabbi időpontokra vonatkozó előrejelzések egyre bizonytalanabbak. Az első szabályban megjelenő „kumulált” szó éppen azt jelenti, hogy a bizonytalanság mértékének kiolvasásánál nem szabad az azonos színű sávokat önmagukban tekinteni, hanem mindig csak a kisebb valószínűséget lefedő sávoktól „kifelé” haladva, az egyre világosabb sávok által együttesen lefedett területet lehet értelmezni.

Ezzel szemben a bizonytalanság irányának meghatározásakor éppen ellenkező a helyzet: a második szabály szerint itt az azonos színű sávokat kell egymással összehasonlítani. Az aszimmetria mértékének megítéléséhez érdemes azt is figyelembe venni, hogy kis mértékű aszimmetria általában csak legvilágosabb sávok összehasonlításakor jelenik meg, míg nagyobb aszimmetria már az eloszlás középpontjához közelebbi, „második legsötétebb” sávok arányában is megfigyelhető.

VI. 7. 3. A bizonytalansági eloszlás meghatározása

A legyezőábra megrajzolásához az előrejelzési horizont minden egyes időpontjára meg kell határozni a bizonytalansági eloszlást. Az alábbiakban ennek a menetét mutatjuk be röviden.

A paraméterek meghatározása

A bizonytalansági eloszlást három paraméterrel lehet leírni. Az eloszlás *módusza* megegyezik az alap-előrejelzéssel. A bizonytalanság mértékét az eloszlás *szórása* jeleníti meg. Ennek

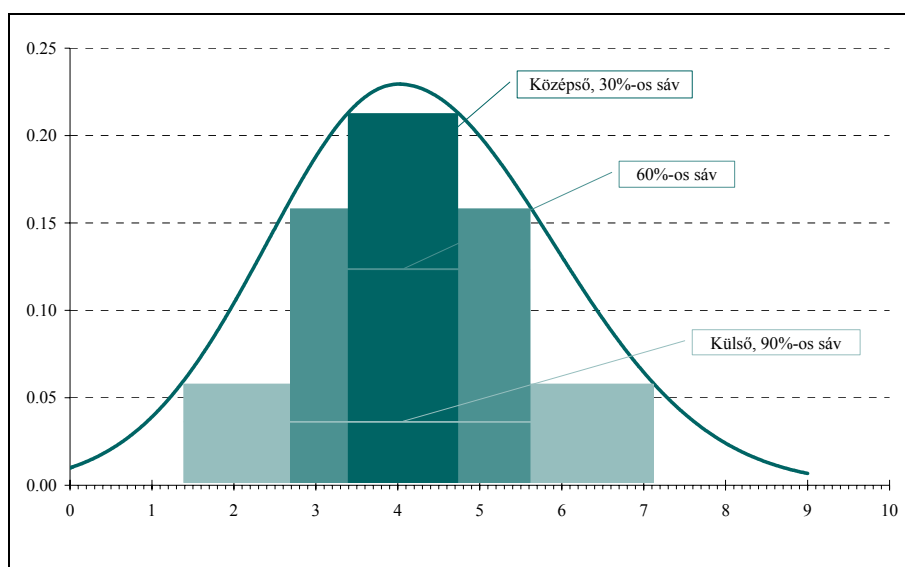
meghatározása során a kiindulópont a múltbeli előrejelzési hibák alapján számolt variancia, amit úgy tekintünk, mint az előrejelzésre használt módszereink hiányosságait mutató érték. Ezt a varianciát többnyire módosítjuk annak fényében, hogy mik az adott előrejelzési horizonton releváns kockázati tényezők, hogyan változott az azokra vonatkozó bizonytalanság-érzékelésünk, és hogy azok milyen mértékben befolyásolják az infláció alakulását. A legyezőábrában megjelenő bizonytalanság mértéke az előrejelzéseket készítő szakértők véleményét tükrözi.

A kockázatok irányát mutató *ferdeség* meghatározása során a Közgazdasági főosztály kockázat-érzékelése érvényesül. A számszerű érték kiszámítása az előző bekezdésben leírt módon történik, azzal a kivétellel, hogy itt kiindulópontnak a szimmetrikus eloszlást jelentő értéket választjuk.

A legyezőábra megrajzolása

Miután az eloszlás paramétereit az előrejelzési horizont minden időszakra meghatároztuk, a legyezőábra sávjainak kiszámítása úgy történik, hogy az eloszlásból a csúcstól indulva – képletesen szólva – vízszintes szakaszokkal rendre harminc, hatvan, majd kilencven százaléknak megfelelő szeletet vágunk le. A ??? ábra ezt szemlélteti a jelenlegi legyezőábra 2005. negyedik negyedévi metszetén.

VI-9. ábra: A sávok meghatározása (2005. negyedik negyedévi metszet)



VI. 7. 4. Nemzetközi összehasonlítás

Befejezőképpen megemlítenénk néhány kérdést, amely az MNB és néhány, a nemzetközi „best practice”-hez tartozó jegybank által publikált legyezőábra összevetése során merülhet fel. Két témára fogunk koncentrálni, egyrészt az ábra elkészítésének módszertani részleteire, másrészt az ábra sávjainak szélességére. Referenciaként az angol és a svéd jegybank példáját vesszük.

A legyezőábra elkészítésének általunk követett módszertana nagyrészt megegyezik a brit jegybank gyakorlatával, és ugyanez igaz a svéd jegybankkal kapcsolatban is.⁵² Külön érdemes kiemelni, hogy mindkét jegybankban ugyanazt a függvényformát használják, és a paraméterek meghatározásának elvei is hasonlóak.

A magyar inflációs előrejelzés legyezőábrájával kapcsolatban felmerül a kérdés, hogy annak sávjai túl szélesek-e. Vizsgálataink szerint ez tényleg így van, de ezt nagyrészt magyarázza a hazai infláció magasabb szintje, a kevésbé stabil gazdasági környezet, valamint az a tény, hogy Magyarországon az inflációs célkitűzés rendszere rövidebb időre tekint vissza.

⁵² Lásd: *The Inflation Report projections: understanding the fan chart*, Bank of England Quarterly Bulletin, 1998. február, pp. 30-37., valamint *Inflation forecast with uncertainty intervals*, Inflation Report, Sveriges Riksbank, 1998 június, pp. 36-37.

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 hátterében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

Hogyan mérjük az 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	
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001-2002-ben	39
A május-augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete	41
2002. február	
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
2002. augusztus	
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények?	
Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a közép-kelet-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52

Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euró bevezetésének gazdasági következményei.	54
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
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
"Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok" – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
2003. május	
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
2003. augusztus	
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátási rés becslések Magyarországra	78
2003. november	
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
2004. február	
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztás-lassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84
2004. május	
Háttér-információk előrejelzéseinkhez	
A Negyedéves Előrejelző Modellről	
Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	
A változatlan adótartalmú fogyasztói árindexről	
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	
Mit mutat a legyezőábra?	