



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2002.
május

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

ISSN 1419-2926

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

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

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



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	9
ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA	12
ÖSSZEFOGLALÁS	13
1. INFLÁCIÓS FOLYAMATOK	14
<i>1.1 A múltbeli infláció alakulása és korábbi előrejelzésünk</i>	<i>14</i>
1.1.1 Az első negyedéves adatok értékelése	14
1.1.2 Az inflációs előrejelzés és a tények összevetése	15
1.1.3 Az előrejelzés és a tények eltéréseinek okai	16
<i>1.2 A fogyasztói árindex előrejelzése</i>	<i>17</i>
1.2.1 Az alap-előrejelzés feltevései	19
1.2.2 Az alap-előrejelzés részletei	21
1.2.3 Az alap-előrejelzés bizonytalansága	23
2. A KONJUNKTÚRA ALAKULÁSA	26
<i>2.1. Kereslet</i>	<i>26</i>
2.1.1. Külső kereslet	27
2.1.2. Az államháztartás keresleti hatása	28
2.1.3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és beruházás	31
2.1.4. Vállalati beruházások	32
2.1.5. Külkereskedelem	34
2.1.6. Külső egyensúly	35
<i>2.2. Termelés</i>	<i>36</i>
3. MUNKAPIAC ÉS VERSENYKÉPESSÉG	38
<i>3.1. Foglalkoztatottság</i>	<i>39</i>
<i>3.2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség</i>	<i>40</i>
<i>3.3. Bérinfláció</i>	<i>41</i>
<i>3.4. Termelékenység és versenyképesség</i>	<i>44</i>
4. MONETÁRIS FOLYAMATOK	46
<i>4.1. Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés</i>	<i>46</i>
<i>4.2. Kamat és árfolyamalakulás</i>	<i>47</i>
<i>4.3. Tőkeáramlások</i>	<i>48</i>
<i>4.4. Hosszú lejáratú hozamok</i>	<i>49</i>

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998

Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bérnövekedés 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 árintézkedésektükreben	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 feldolgozóipariár-alapú reálárfolyamban	57

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

A Monetáris Tanács állásfoglalása

A Monetáris Tanács (MT) 2002. május 6-i ülésén megvitatta és publikálásra jóváhagyta a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványt.

Felerősödtek az infláció mérséklődését fékező folyamatok

2002 első negyedévében folytatódott az infláció mérséklődése, a tavaly decemberben mért 6,8%-os érték után márciusra 5,9%-ra csökkent az éves áremelkedés üteme. A maginfláció december és március között 1,9 százalékponttal, 6,2%-ra csökkent. E kedvező folyamatokkal egyidőben felerősödtek azok a tendenciák, amelyek a jövőben fékezhetik az infláció mérséklődését. Ezek közül a monetáris politika szempontjából exogén tényezőnek tekinthetjük a kereskedelmi partnereinktől importált infláció és az olajárak számottevő emelkedését. A belföldi kereslet gyorsabb bővülése szintén az infláció lassabb mérséklődése irányába mutat. A versenyszektorban fizetett bérek gyors növekedése az infláció mérséklésének reálgazdasági költségeit növeli meg.

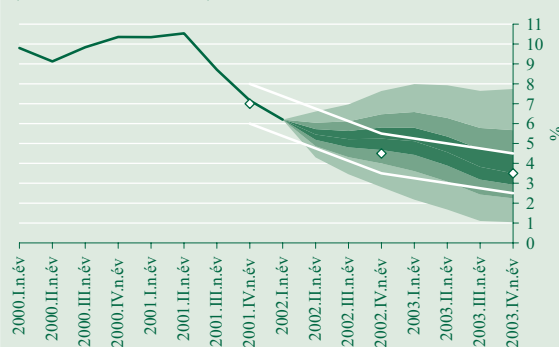
Magasabb importált infláció

Az euróövezetből importált infláció gyorsan begyűrűzik a hazai iparcikkek árába. Az ebből fakadó inflációs kockázat kezelésében a jegybank az EKB politikáját tekinti irányadónak. Míg az elmúlt hónapokban az EKB az átmeneti tényezők szerepét emelte ki az európai iparcikkárak gyorsabb növekedését meghatározó tényezők közül, a legutóbbi nyilatkozatok a tartós inflációs kockázatok növekedését hangsúlyozták.

Emelkedő olajárak

Az olajárak növekedése a háztartási energiahordozók és az üzemanyag árán keresztül közvetlenül befolyásolja a fogyasztói árakat. A korábbi olajár-növekedési periódusokban az infláció emelkedése nem állt meg e közvetlen költségoldali hatásnál, hanem egy költség-ár inflációs spirál beindításával tartósan magasabb inf-

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája
(éves növekedési ütem)



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

lációt eredményezett. A közvetlen inflációs hatás tekintetében a monetáris politikának mérlegelnie kell, hogy milyen mértékben enged teret ezeknek a folyamatoknak, illetve szigorítja a monetáris kondíciókat. A közvetlen hatás ugyanis csak rövidtávon emeli meg az árnövekedés ütemét, miközben a monetáris politika csak hosszabb idő alatt, késleltetve tudja hatékonyan befolyásolni a gazdasági folyamatokat. Ezzel szemben a tovagyrúzó hatások kialakulása szükségessé teheti a monetáris kondíciók szigorítását.

A 2002. első két hónapjának adatai szerint a versenyszektorban továbbra is a tavalyi évre jellemző magas ütemben emelkedtek a nominális bérek. E tendencia fennmaradása gyengíti a vállalati szektor versenyképességét, ezért a gazdasági növekedés lelassulását eredményezheti. Hosszabb távon csak akkor őrizhető meg a vállalkozások jövedelmezősége, ha a nominális költségek tervezésénél figyelembe veszik az értékesítési árak növekedési ütemének várható mérséklődését.

Az előző előrejelzéshez viszonyítva mind 2002-re, mind 2003-ra a GDP gyorsabb növekedése várható. A nemzetközi konjunkturális kilátások valamelyest javultak, és ezzel összhangban a vállalkozások beruházási kereslete is élénkebbé válhat. A háztartások jövedelmének a nagyobb költségvetési juttatások és bérnövekedés miatt várható gyorsabb növekedése a fogyasztási kereslet további bővülését vetíti előre. A kereslet bővülése rövidtávon továbbra sem ütközik általános kapacitáskorlátokba, azonban lehetővé teszi a nagyobb költségnövekedés beépítését a fogyasztói árakba, ami lassítja a gazdaság alkalmazkodását a dezinflációs pályához.

A reálgazdasági előrejelzés és az exogén feltételezésekben bekövetkezett változások figyelembe vételével elkészített új inflációs prognózis magasabb az előző jelentésben publikálnál. Az elmozdulás legfontosabb tényezői az olajárakra és a munkaköltségekre vonatkozó prognózisok változása. Az előző jelentésben feltételezettnél gyorsabban következett be az olajárak emelkedése, és a Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy az előrejelzési horizonton a jelenlegi 25,5 USD/hordó körüli olajár fennmaradása tekinthető az inflációs kockázatok szempontjából óvatos feltételezésnek. E feltételezések mellett a 2002. decemberi inflációra vonatkozó alap-előrejelzés az inflációs célsáv felső határához közeli, 5,3%, míg 2003 decemberére továbbra is a célsáv középső tartományába eső, 3,4% körüli infláció adódik. Az előrejelzett pályának 2002-ben 5,5%-os, 2003-ban 4,3%-os éves átlagos infláció felel meg.

A Monetáris Tanács úgy ítéli meg, hogy a 2003-as évben további, az inflációt növelő kockázati tényezőkkel kell számolni. A béralakulás azt sugallja, hogy az inflációs tehetetlenség nagyobb lehet a vártnál. Mivel az előrejelzés készítésekor nem állt rendelkezésre információ a költségvetés és a szabályozott árak jövőbeli alakulásáról, egyelőre sem a makrogazdasági pálya, sem az infláció előrejelzése nem indokolta a fiskális politikára vonatkozó korábbi, „technikai” feltevések megváltoztatását. A költségvetés keresleti hatására vonatkozó becslés csak a már eldöntött változásokat vette figyelembe, amelyek a korábbi előrejelzéshez ké-

*Lassú a versenyszektor
bérköltségeinek
alkalmazkodása*

Növekvő belföldi kereslet

*A következő évben az előző
prognózisnál magasabb
infláció várható, de az
alapelőrejelzés továbbra sem
haladja meg a kitűzött
dezinflációs pálya felső határát*

*További infláció-növelő
kockázatok 2003-ban*

*Az elmúlt három hónapban
nem változtak számottevően a
monetáris kondíciók*

*A növekvő inflációs kockázatok
a monetáris kondíciók
szigorítását tehetik indokolttá*

pest 0,5 százalékponttal, a GDP 1,3%-ára növelték a fiskális politika 2002-ben várható keresletnövelő hatását. Az eddigi jelzések szerint a fiskális politika várhatóan még expanzívabb lesz, ezért a Monetáris Tanács az államháztartás keresleti hatása és a regulált árakra vonatkozó feltételezések esetében is nagyobbak ítéli meg az infláció növelése irányába ható elmozdulás valószínűségét. E tényezők hatására a 2003. decemberi infláció elérheti a 4%-ot.

Az előző jelentés óta eltelt időszakban a monetáris kondíciók nem változtak számottevően. Bár a nemzetközi befektetők érdeklődése nőtt a magyarhoz hasonló kockázati kategóriába sorolt eszközök iránt, a forint befektetésektől elvárt kockázati prémium nem csökkent. Elsősorban ország-specifikus tényezők magyarázhatják e folyamatot. A korábban várthoz képest nagyobb lett a folyó fizetési mérleg hiánya, emelkedtek az inflációs várakozások. A választásokkal kapcsolatos politikai bizonytalanság is a kockázati kamatfelár átmeneti emelkedése irányába hatott. A február 19-i kamatcsökkentés óta változatlan, 8,5%-os irányadó kamatszint fenntartása mellett az árfolyam – kisebb átmeneti ingadozásoktól eltekintve – a 240-245 Ft/euró sávban stabilizálódott.

Az inflációs kockázatok növekedése nem teszi lehetővé a kialakult monetáris kondíciók lazítását. Az inflációs célkitűzés teljesülését veszélyeztetné, ha az elmúlt hónapokra jellemző szintnél tartósan gyengébb árfolyamszint alakulna ki. Az elkövetkező hónapokban a Monetáris Tanács kiemelt figyelemmel fogja nyomon követni a nominális jövedelmek változását, és az olajárak növekedésének átgyűrűző hatását az inflációs folyamatra. Az infláció szempontjából kedvezőtlen folyamatok felerősödése a monetáris kondíciók szigorítását teheti szükségessé.

Budapest, 2002. május 6.

*Magyar Nemzeti Bank
Monetáris tanács*

Előrejelzéseink összefoglaló táblázata*

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

	2001	2002	2003
	tény	előrejelzés	
<i>Fogyasztói árindex</i>			
December	6,8	5,3	3,4
Éves átlag	9,2	5,5	4,3
<i>Gazdasági növekedés</i>			
Külső importkereslet	0,8	1,2 – 1,7 – 2,3	5,0 – 6,6 – 8,1
Feldolgozóipari hozzáadott érték	1,3	1,5 – 2,0 – 2,5	5,7 – 7,4 – 8,9
Lakossági fogyasztás **	5,1	5,6 – 6,1 – 6,6	3,6 – 4,4 – 5,2
Állóeszköz-felhalmozás	3,1	3,0 – 4,5 – 6,0	4,3 – 6,3 – 8,3
Készletfelhalmozás	-20,0	5,0 – 12,0 – 15,0	0,0 – 3,0 – 8,0
Belföldi felhasználás	2,1	4,3 – 4,9 – 5,5	3,1 – 4,0 – 4,9
Export	9,1	4,5 – 5,3 – 7,0	7,0 – 8,8 – 11,6
Import	6,3	5,6 – 7,2 – 8,8	7,0 – 8,3 – 10,5
GDP	3,8	3,3 – 3,6 – 3,9	3,6 – 4,3 – 5,0
<i>Folyó fizetési mérleg</i>			
A GDP százalékában	-2,1	(-3,6) (-3,1) (-2,8)	(-3,7) (-3,2) (-2,6)
Milliárd euróban	-1,2	(-2,4) (-2,1) (-1,9)	(-2,7) (-2,3) (-1,9)
<i>Államháztartás</i>			
Keresleti hatás (a GDP százalékában)	2,2	1,1 – 1,3 – 1,5	-0,3***
<i>Munkapiac (versenyszféra) ****</i>			
Bérinfláció	13,1 – 14,0 – 15,7	10,4 – 11,2 – 12,0	6,2 – 7,5 – 8,8
Foglalkoztatottság	1,0	(-0,6) – (-0,3) – 0,0	0,3 – 0,8 – 1,3

* Alap előrejelzés mindig vastagon szedve.

** Vásárolt lakossági fogyasztás (fogyasztási kiadások)

*** Nem előrejelzés, hanem egy többéves hipotetikus pályából levezetett érték

**** Feldolgozóipar és piaci szolgáltatások átlaga. A 2001-es bérinflációra adott alsó és alap érték az MNB – a minimálbér-emelés hatásának figyelembevételétől függő – becslése, míg a felső érték a KSH által közölt index (lásd 3. fejezet).

Összefoglalás

A februári *Jelentésben* szereplő *előrejelzésünkhöz* képest a reálgazdaságban a belföldi felhasználás 2002-ben várható dinamikájára adott prognózisunk változott. A készletek feltöltése mellett a jelenlegi prognózisunkban a lakossági fogyasztás ütemének nagyobb mértékű bővülése és a vállalati beruházások élénkülése a belföldi felhasználás gyorsabb növekedését vetíti előre. 2003-ban a belföldi felhasználás szerkezetében a fogyasztás bővülésének szerepét mindinkább átveszi a beruházások gyorsulása.

Az inflációs alap-előrejelzés 2002 végén 0,6 százalékponttal, 2003 végén pedig 0,2 százalékponttal magasabb a februári *Jelentésben* közzétett alap-előrejelzésnél. A magasabb inflációs pálya oka elsősorban az, hogy az iparcikkek áremelkedésére vonatkozó prognózisunk magasabb lett, erről az első fejezetben részletesen szólnunk. Az infláció növekedését okozta továbbá a korábban feltételezettnél lassabb munkapiaci alkalmazkodás miatti magasabb bérpálya, valamint a feldolgozatlan élelmiszerek és egyes szabályozott árak vártnál magasabb első negyedévi áremelkedése is.

A reálgazdaságra vonatkozó alap-előrejelzés körüli sávhatárok múltbeli előrejelzéseink bizonytalanságát tükrözik. Változatlan fiskális politikát tétéleztünk fel: a Monetáris Tanács döntésének megfelelően az előrejelzés készítésekor hivatalban lévő kormány további döntést nem igénylő intézkedéseinek keresleti hatását vettük figyelembe. Előrejelzésünk ilyen értelemben feltételesnek tekinthető. A következő, augusztusi, *Jelentésünkben* azonban már szerepeltetni fogjuk az addig megtörtént illetve a várható intézkedések hatását is, ami az államháztartási keresletbővítés és a fogyasztás esetében akár a jelenlegi felső becsléseinket is meghaladhatja.

A külső kereslet alakulását illetően két változatot különböztettünk meg. Az *alap-előrejelzésnél* kedvezőbb külső konjunktúra esetén, amikor idén 2,3 százalékos jövőre pedig 8,1 százalékos importkereslet növekedést feltételezünk, a vállalati beruházások is gyorsabban reagálnak az üzleti ciklus felívelésére és az exportértékesítés is magasabb lesz. A versenyszektorban emiatt a bérek is gyorsabban növekedhetnek, ami a fogyasztás *alap-előrejelzésnél* magasabb bővülését eredményezheti. Mindezek együttes hatásaként a gazdasági növekedés üteme mindkét évben elérheti a táblázatban jelzett felső sávhatárokat (idén a 3,9, jövőre az 5 százalékot).

A mérsékeltebb külső kereslet növekedést feltételező változatban, ami idén a külső kereslet 1,2 százalékos, jövőre pedig 5 százalékos növekedését jelenti, a vállalati beruházások és az export viszonylag lassan növekednek. A gazdasági növekedés üteme ekkor alacsonyabb lehet, mint az *alap-előrejelzésben* szereplő és abban az esetben, ha a gyengébb konjunktúra a fogyasztásban is érezteti hatását, akkor a gazdasági növekedés alsó sávhatáron várható (3,3 és 3,6 százalék).

A gazdasági növekedés várható ütemét a fentieken túlmenően jelentős mértékben a munkapiacra jelentkező nominális alkalmazkodás, a bérinfláció mértéke befolyásolja. A fogyasztásra adott sávhatárok tükrözik továbbá azt a bizonytalanságot is, amit a pénzügyi megtakarítási ráta előrejelzése és a lakosság fogyasztás-simító magatartásának megítélése jelent.

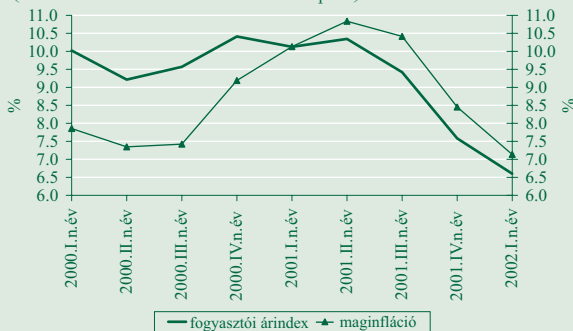
Az inflációs előrejelzés bizonytalanságáról részletesen is írunk, az 1.2.3 fejezetben. A reálgazdasági előrejelzés fent vázolt bizonytalansági tényezői önmagukban nem okoznának számottevő elmozdulást a fogyasztói árindex 2002-03-as előrejelzésében. Az inflációs előrejelzés bizonytalanságában az olajárak, a hatósági árszabályozás és az árfolyam-begyűrőzés várható alakulása játszanak nagy szerepet.

Az inflációs előrejelzés lezárásának időpontjában a március hónapról beérkezett adatok álltak a rendelkezésünkre. Ezért a május 14-én közzétett áprilisi fogyasztói árindex adatok előrejelzésünkre gyakorolt hatását az 1.2.3 fejezetben értékeljük.

1. Inflációs folyamatok

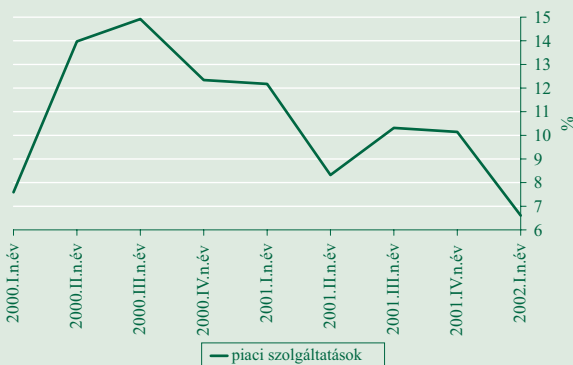
Ábra 1-1. A fogyasztói árindex és a maginfláció alakulása

(az előző év azonos időszakához képest)



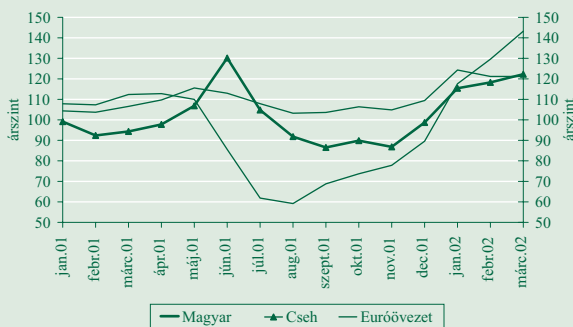
Ábra 1-2. A piaci szolgáltatások árának évesített negyedéves növekedési üteme

(szezónálisan igazított adatok)



Ábra 1-3. A zöldségárak szintje az euróövezetben, Csehországban és Magyarországon

(2000. január = 100)



1.1 A múltbeli infláció alakulása és korábbi előrejelzésünk

A fogyasztói árindex 2002. első negyedévében a megelőző negyedévi 7,2%-ról 6,2%-ra csökkent. A fogyasztói kosár nagy volatilitású komponensek kihagyásával számolt maginfláció alakulása is a dezinflációs folyamat folytatódását jelzi.¹

1.1.1 Az első negyedéves adatok értékelése

Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások körében folytatódott a korábbi dezinflációs trend. Különösen figyelemre méltó az árindex gyors csökkenése a piaci szolgáltatások esetében. Bár itt a 2001-es bázis igen magas volt, a szezonálisan igazított adatok azt mutatják, hogy ez a csökkenés nem kizárólag ennek tulajdonítható. Az iparcikkek esetében – bár negyedéves szinten az árindex egyértelmű csökkenése olvasható ki, a havi adatok a folyamat lassúságára utalnak.

Az élelmiszerek közül a *feldolgozatlan élelmiszerek* kiugróan magas év eleji áremelkedése lassította az infláció csökkenését. Agrárszakértőkkel folytatott rendszeres konzultációk alapján úgy ítéljük meg, hogy a szokatlanul nagy árszint-emelkedésnek két magyarázata lehetséges: egyrészt belföldi kínálati okok, másrészt egyes zöldségfélék importárának kedvezőtlen időjárás miatti megugrása. Ez utóbbi magyarázatot támasztja alá, hogy hasonlóan magas árindexek voltak megfigyelhetők az euróövezetben és Csehországban is. Ugyanakkor a magyar árszint azóta tovább emelkedett, szemben más országokban, például Csehországban vagy az euróövezetben mért adatokkal. Ez arra utal, hogy az év eleji áremelkedésben a belföldi okok szerepe nem elhanyagolható.

A *feldolgozott élelmiszerek* árszintje nem követte a feldolgozatlan élelmiszereknél megfigyelt nagy emelkedést. Ennek magyarázata az, hogy a feldolgozott élelmiszerek ára leginkább a sertéshús és a gabonafélék árváltozásaira érzékeny, ezek körében azonban nem következett be árnövekedés.

A *jármű-üzemanyagok* esetében a negatív árindex elsősorban bázishatás következménye. A tavalyi év második fele óta tartó árszint-csökkenés az utolsó negyedévi adatok alapján – minden bizonnyal a márciusi olajár-emelkedés hatására – megtorpanni látszik.

¹ A fogyasztói árindex - előrejelzésünk lezárása után beérkezett - áprilisi értéke, elsősorban egyes nagy volatilitású, nehezen előrejelezhető csoportokban végbent folyamatok miatt, a vártnál magasabb lett. Az áprilisi adatokat a bizonytalansági tényezők között (ld. 1.2.3 fejezet) értékeljük

A hazai inflációs folyamatok számára közvetlenül az *euró-övezetben* lezajló áralakulás nyomán követése a fontos. Az euróövezetben a harmonizált fogyasztói árindex értéke 2002 első negyedében 2,5% volt, ami 0,3 százalékponttal magasabb, mint a megelőző negyedév adata. Egyelőre tehát nem állapíthatjuk meg egyértelműen, hogy a 2000 közepe óta 2% föléti infláció csökkenése megindult volna, az Eurostat áprilisa vonatkozó adata 2,4%-os inflációt mutat.²

A magas euróövezetbeli fogyasztói árindex több tényező hatását tükrözi. Ezek közül átmenetinek tekinthető a dohánytermékek árának januári emelkedése, ami az euróövezet néhány országában végrehajtott adóemelés következménye volt. Ugyanakkor a februári és márciusi adatok azt mutatják, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek januárban tapasztalt árszintemelkedése – ami elsősorban a zöldség- és gyümölcsárak rossz időjárás miatti megugrásának következménye – a vártnál tartósabbnak bizonyult.³ Az energiaárak éves indexei továbbra is negatívak, az előző hónaphoz viszonyított indexek azonban tükrözik az első negyedévben bekövetkezett olajár-emelkedés hatásait. Az euróövezetbeli iparcikkek⁴ árindexe, valamint a volatilis csoportok (élelmiszer, alkohol és dohánytermékek és energiaárak) kiszűrésével számolt – egyfajta maginflációs mutatóként értelmezhető – index magas értékei azonban azt mutatják, hogy az átlagosnál nagyobb mértékű fogyasztói áremelkedésnek a fentiekén kívül vannak más okai is. Ezek közül a leglényegesebb – az EKB értékelése szerint – a dollár/euró árfolyam 1999-2000. közötti folyamatos gyengülése, amely az importárak növelésén keresztül most, késleltetve fejti ki inflációnövelő hatását.⁵

1.1.2 Az inflációs előrejelzés és a tények összevetése

A tények és az előrejelzés eltérésének két oka lehet: vagy az exogén tényezők nem alakultak várakozásainknak megfelelően, vagy nem jól ragadtuk meg az inflációt alakító közgazdasági folyamatokat, azaz az exogén tényezőkre tett feltevéseink helyessége ellenére is rossz előrejelzést adtunk. Az alábbiakban először áttekintjük a fontosabb exogén folyamatok alakulását és az azokra tett feltevéseinket, majd megvizsgáljuk, hogy ezek eltérései mennyiben magyarázzák a februári előrejelzésnek a tényektől vett eltérését.

A februári előrejelzés során alkalmazott feltevések

A februári alap-előrejelzés készítésekor az inflációt befolyásoló főbb tényezőkre vonatkozóan az alábbi táblázatban található feltevésekkel éltünk. Ezek közül – a technikai szabály szerint – az előrejelzés készítését megelőző hónap átlagán rögzített forint/euró és dollár/euró árfolyam a feltevésnek megfelelően alakult. Az első negyedévi erős forint/euró árfolyam elsősorban a benzin árának csökkenésében játszott szerepet, míg

² Az áprilisa vonatkozó adatokat részletesen nem elemezzük, mivel ezek termékcsoportok szerinti bontásban még nem állnak rendelkezésre.

³ A néhány eurozóna-országra rendelkezésre álló áprilisi fogyasztói ár-adatok már azt mutatják, hogy áprilisban megindult a feldolgozatlan élelmiszer-árak mérséklődése.

⁴ Iparcikkek alatt az Eurostat HICP-bontása szerinti „non-energy industrial goods” csoportot értjük. Ennek a körnek mérésében 2002. elején módszertani váltás történt, és az ennek nyomán szükségessé váló, 2001-re vonatkozó adatrevízió megnehezíti az idősorok szezonális igazítását és a pontos elemzést.

⁵ Ld. ECB Monthly Bulletin, 2002. május.

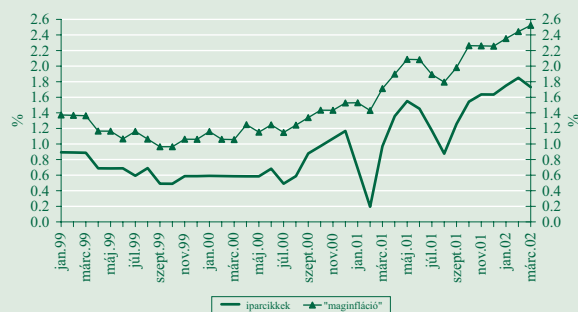
Ábra 1-4. Az euróövezet harmonizált fogyasztói árindexének alakulása

(előző év azonos időszakához képest)



Ábra 1-5. Az iparcikkek inflációja és a „maginfláció” alakulása az euróövezetben

(előző év azonos időszakához képest)



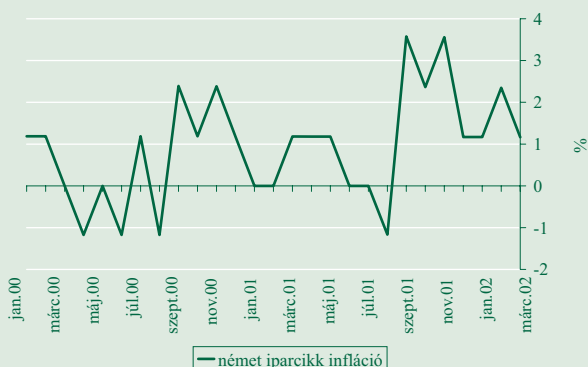
Tábla 1-1. A februári előrejelzés feltevései és a 2002. első negyedévi tények

	Februári előrejelzésben feltételezett érték	2002. első negyedévi tény
Forint/euró árfolyam (Ft)	244,0	244,1
Dollár/euró árfolyam (cent)	88,4	88,0
Brent olajár (dollár/hordó)	19,4	21,2
Importált iparcikk-infláció (%) *	0,5	1,5

* Évesített havi növekedési ütem az első negyedév átlagában.

Ábra 1-6. Német iparcikk-infláció

(évesített havi növekedési ütem)

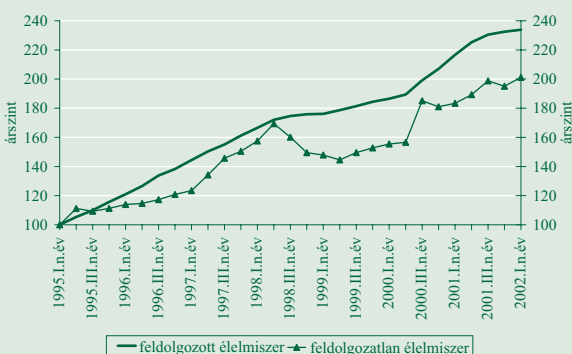


Tábla 1-2. Inflációs alap-előrejelzésünk és a tényadatok 2002 első negyedévében

Csoport	Súly (%)	Tény	Februári előrejelzés	Különb-ség	A különbség hatása a fogyasztói árindexre
		Előző év azonos időszakához képest, %			
Élelmiszerek	19,0	8,5	7,9	0,6	0,1
<i>Feldolgozatlan</i>	5,4	9,5	5,5	4,0	0,2
<i>Feldolgozott</i>	13,6	7,9	8,9	-1,0	-0,1
Iparcikk	26,0	3,3	3,0	0,3	0,1
Piaci szolgáltatások	20,4	8,8	9,4	-0,6	-0,1
Piaci háztartási energia	1,5	0,0	-1,1	1,1	0,0
Jármű-üzemanyag	5,2	-9,1	-7,5	-1,6	-0,1
Alkohol, dohány	9,1	9,4	8,3	1,1	0,1
Szabályozott árak	18,9	7,9	7,6	0,3	0,1
Fogyasztói árindex	100,0	6,2	6,0	0,2	0,2
Maginfláció		6,7	6,5	0,2	

Ábra 1-7. A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek árszintje

(1995 első negyedév = 100)



az iparcikk és közvetve a piaci szolgáltatások inflációjának csökkenését nagyrészt a tavalyi felértékelődés mostanra begyűrűző hatásai okozták.

Az olajárak esetében a 2002. első negyedévi tényadat mintegy két dollárral várakozásaink felett volt, annak ellenére, hogy az alap-előrejelzést – eltérően a korábban alkalmazott konstans olajár feltevéstől – egy, a piaci előrejelzések alapján számított emelkedő olajár-pálya feltételezése mellett készítettük el. A tény és feltevésünk eltérése azt mutatja, hogy az első negyedévben tapasztalt magas olajár a piac számára is meglepetés volt.

Az importált (német) iparcikk-infláció szintén várakozásaink felett alakult. Mivel erre a változóra vonatkozó független előrejelzések nem állnak rendelkezésünkre, ezért azzal a feltételezéssel élünk, hogy az árszint évesített havi növekedési üteme a jövőben a historikus átlaggal egyezik meg. Jelen esetben az eltérés az euróövezetben a 2001. szeptember óta tapasztalható magas iparcikk-inflációnak köszönhető (ld. fent, az 1.1.1 fejezetben).

Az inflációt befolyásoló hazai folyamatok közül az árfolyam mellett legnagyobb szerepe a bérek és ezen keresztül a lakossági fogyasztás alakulásának van. Bár a KSH által végrehajtott adatrevízió miatt a 2001. negyedik negyedévi lakossági fogyasztásra vonatkozó előrejelzésünk a publikált adatokkal közvetlenül nem vehető össze, a tények mégis a vártnál nagyobb mértékű bér- és fogyasztás-növekedést mutatnak.

1.1.3 Az előrejelzés és a tények eltéréseinek okai

2002 első negyedévében mind a fogyasztói árindex, mind a maginfláció februári előrejelzésünknel 0,2 százalékponttal magasabb volt. Bár ez az eltérés az elfogadható hibahatáron belül van, a maginfláció esetén elkövetett hiba azt mutatja, hogy nem csak a nagy volatilitású folyamatok előrejelzése során tévedtünk.

A februári előrejelzésnek a ténytől vett eltérése a *feldolgozatlan élelmiszerek* esetén a legnagyobb. Ebben a termékkörben az előrejelzés – az árakat nagymértékben befolyásoló mezőgazdasági termelők árak erőteljes ingadozása következtében – igen nehéz. A nagy előrejelzési hiba oka most elsősorban a zöldség-gyümölcs termékkörben mért magas árindex. A feldolgozatlan élelmiszerek év eleji áremelkedése a *feldolgozott élelmiszerek* árában egyelőre nem jelent meg, mivel olyan termékkörben következett be, ami csak részben kerül továbbfeldolgozásra.

A jegybanki dezinflációs politika hatásosságának megítélése szempontjából legfontosabb két termékkör, az iparcikk és a piaci szolgáltatások inflációját az első negyedévben ellentétes irányú folyamatok jellemezték, ami e két csoport inflációs különbségének csökkenéséhez vezetett. Az *iparcikk* esetében az előrejelzetnél magasabb infláció a nem tartós termékek 5%-os és a tartós termékek -1,2%-os éves árindexének eredményeként állt elő. A nem tartós termékek áremelkedése várakozásainknak megfelelő mértékű volt, míg a tartós termékek körében az árszint gyorsabb csökkenésére számítottunk. Ebben a körben előrejelzési hibánk részben magyarázható az importált infláció vártnál magasabb értékével, ugyanakkor az sem kizárt, hogy a bér- és fogyasztás-növekedésnek az általunk eddig feltételezettnél nagyobb az inflációs hatása. Ez nagyrészt közvetlen keresleti hatást jelent, azonban elképzelhető az is,

hogy a kereslet erőssége befolyásolja az árfolyambegyűrés mértékét is. Erős kereslet mellett ugyanis lehetséges, hogy a kereskedők az árfolyamerősödésből származó költségsökkenést kevésbé érvényesítik az árakban.

A *piaci szolgáltatások* első negyedéves árindexe februári előrejelzésünkönél alacsonyabb lett, különösen a lakásfenntartással kapcsolatos és egyes egészségügyi szolgáltatások inflációja volt alacsony. Az árindex vártnál gyorsabb csökkenése annak ellenére következett be, hogy 2001 negyedik negyedévében a bérek és a lakossági fogyasztás, valamint az iparcikkek árai is előrejelzésünkönél nagyobb mértékben nőttek. Mivel a piaci szolgáltatások árindexének előrejelzését rövid távon befolyásoló legtöbb változó értéke az előrejelzettnél magasabb inflációt implikáló irányba változott, az itt elkövetett előrejelzési hiba minden bizonnyal annak következménye, hogy modellünk elsősorban a középtávú folyamatok megragadására képes. Ezt a jövőben úgy kívánjuk orvosolni, hogy rövidtávon nagyobb súllyal vesszünk figyelembe az inflációs folyamatok tehetetlenségét leíró statisztikai, valamint szakértői módszerekkel kapott előrejelzéseket.

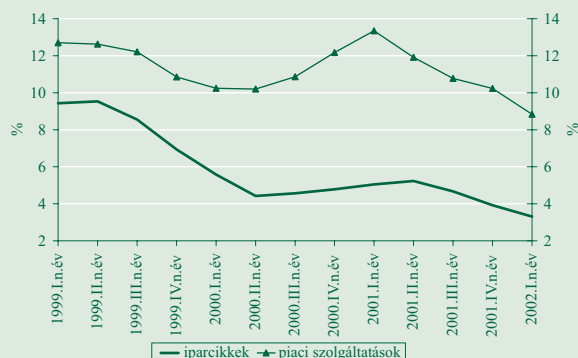
A *jármű-üzemanyag* csoport esetében az infláció mértéke a várakozásainknál magasabb olajár ellenére előrejelzésünkönél alacsony volt. Az alacsony árindex azt mutatja, hogy – bár a mediterrán benzin ára követte a világpiaci olajár-emelkedést – ez egyelőre nem érvényesült teljes mértékben a hazai benzinárakban. Az *alkohol, dohány* termékcsoport esetén az előrejelzésünkönél 1,1 százalékponttal magasabb infláció az év elején az átlagosnál nagyobb mértékben emelkedő sörárak következménye. A *szabályozott árak* estében a lakosságot érintő postai szolgáltatások, valamint egyes szerencsejátékok vártnál korábbi és nagyobb mértékű áremelése eredményezett előrejelzésünkönél magasabb inflációt. Ezen utóbbi áremelkedések valószínűleg az év hátralévő részében is megnövelik a fogyasztói árindex értékét.

1.2 A fogyasztói árindex előrejelzése

Az alap-előrejelzés szerint a fogyasztói árindex 2002 végi és 2003 végi értéke a 4,5%-os illetve 3,5%-os előre rögzített célértékek és az ezekhez tartozó $\pm 1\%$ -os toleranciahatárok által kijelölt inflációs célsávon belül várható. A fogyasztói árindex 2002. végi értéke a célsáv felső széléhez közel alakul, 2003 végi értéke pedig a célsáv közepén helyezkedik el. A prognózis a februári előrejelzéshez hasonló alakú pályát ír le: 2002 második felében a deflációs folyamat lelassul, majd 2003-ban várhatóan újra megindul a defláció. Az előrejelzés bizonytalansági eloszlása alapján mindkét év végén nagyobb a magasabb infláció irányába mutató kockázat. A 2003 végi inflációs kockázat miatt a decemberi fogyasztói árindex előrejelzése elérheti a 4%-os értéket is, ami elsősorban a fiskális politikában és az árszabályozásban rejlő – jelenleg nem számszerűsített – bizonytalanság következménye. Itt hangsúlyozzuk, hogy az inflációs alap-előrejelzésünk a változatlan fiskális politika elvének megfelelően csak az előrejelzés készítésekor hivatalban lévő kormány további döntést nem igénylő intézkedéseinek keresleti hatását tartalmazza. Felhívjuk azonban a figyelmet arra, hogy a következő *Jelentésünkben* az alap-előrejelzés

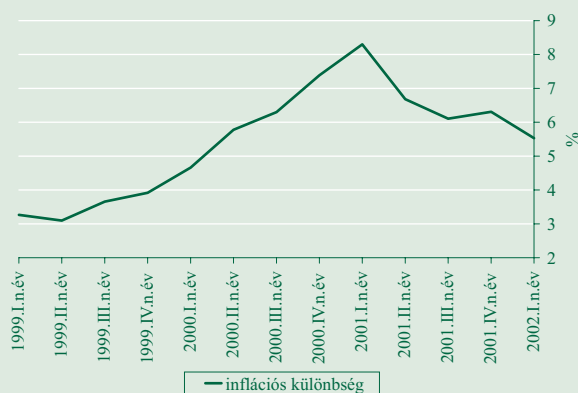
Ábra 1-8. Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja

(az előző év azonos időszakához képest).

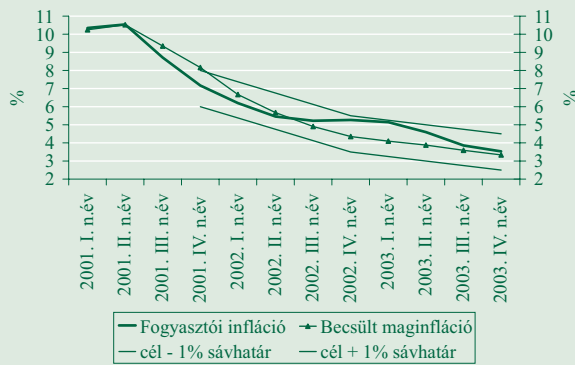


Ábra 1-9. A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációs különbsége

(éves indexek százalékpontos különbsége)



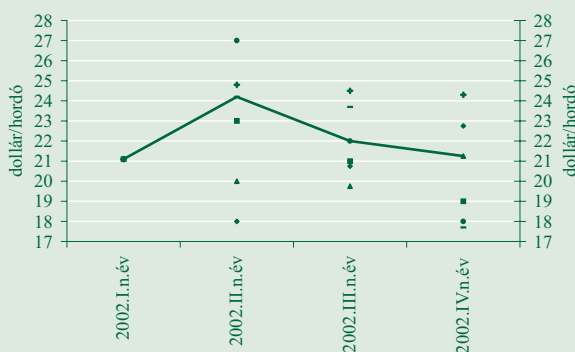
Ábra 1-10. A fogyasztói infláció és a maginfláció előrelézése*



(előző év azonos időszakához képest)

*A maginfláció a KSH hivatalos maginflációs mutatójára adott előrejelzésünk.

Ábra 1-11. Hét piaci elemző legfrissebb olajár-előrelézései és azok mediánja 2002-re*



* Az elemzői előrejelzések egyenként, azonos ponttal jelezve; a folytonos vonal a medián.

készítésénél már figyelembe vesszük az addigra teljességgel ismertté vált illetve a tervezett kormányzati gazdaságpolitikát.

Az inflációs előrejelzést – a februári előrejelzéshez hasonlóan – eredetileg két különböző olajár-feltevés mellett készítettük el: az áprilisi átlagos olajár szintjén rögzített konstans feltevés mellett és a piaci elemzők várakozásainak konszenzusa alapján meghatározott olajár-pálya esetére. A konstans olajár-feltevés az elemzői pályához képest mintegy 18%-kal magasabb olajárat valószínűsít 2002-2003-ra, ami 2002 végére 0,5 százalékponttal magasabb árindexet jelent. A két forgatókönyvet megvitatta a Monetáris Tanács úgy döntött, hogy „kockázatkezelési” megfontolásból a konstans olajár-pályán alapuló előrejelzést tekinti alap-előrejelzésnek, mert ahhoz képest már nem lát számottevő felfelé irányuló inflációs kockázatot.

A piaci elemzői konszenzusos olajár-pálya értékelésénél érdemes figyelembe venni, hogy a különböző elemzők várakozásai általában már viszonylag rövid időhorizonton is jelentős eltéréseket mutatnak. Hét meghatározó befektetési bank az év végére adott legfrissebb előrejelzése 17-25 dollár közé esik.⁶ Az ilyen módon készített olajár-feltevés bizonytalanságát az is jól mutatja, hogy az elemzői prognózisok az olajár-pálya alakjában is eltérnek: elemzők egy csoportja előbb növekvő, majd az év vége felé csökkenő olajárat valószínűsít, míg mások ellenkező irányú trendet prognosztizálnak. A 2002 vége féle csökkenő piaci konszenzusos olajár-várakozás azt tükrözi, hogy a piac a geopolitikai bizonytalanság miatti olajár kockázati-prémium mérséklődésére számít.

Az inflációs *alap-előrejelzés* 2002 végén 0,6 százalékponttal, 2003 végén pedig 0,2 százalékponttal magasabb a februári *Jelentésben* közzétett alap-előrejelzésnél. A 2002 végi eltérés oka elsősorban a következő tényezőkben keresendő: Először, az iparcikk inflációs prognózisunk magasabb lett, mely 50%-ban felelős az eltérésért. A változás oka a vártnál magasabb első negyedéves tényadatokkal, a feltevések megváltozásával és egy módszertani változással magyarázható.⁷ Másodsorban, a piaci szolgáltatások inflációja – a magasabb bérprognózis és iparcikk árak miatt – 0,1 százalékponttal emelte meg az év végi előrejelzést. Harmadsorban, az első negyedévben tapasztalt feldolgozatlan élelmiszer-ársokk és a magasabb bérprognózis hatására magasabb lett az élelmiszerár-előrejelzés, ami 0,1 százalékponttal járult hozzá a magasabb előrejelzéshez. Végül pedig egyes szabályozott árak vártnál nagyobb év eleji emelkedése, illetve az alkohol és dohány inflációs prognózisának emelkedése további 0,1 százalékponttal emelte a fogyasztói inflációt.

A teljes fogyasztói árindexhez hasonlóan a monetáris politika számára releváns tételek inflációját mérő *maginflációs* mutatóra adott előrejelzésünk is magasabb lett a februárban prognosztizálnál.⁸ Ez azt tükrözi, hogy a kevésbé volatilis ármozgású és a monetáris politika által inkább befolyásolható tételeknél – ezen belül is elsősorban az iparcikkeknél, illetve az alkohol és dohány termékeknél – 2002-ben lassabb dezinflá-

⁶ Merrill Lynch, JP Morgan, BNP Paribas, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, és Goldman Sachs.

⁷ Korábbi előrejelző módszereink mellett rövidtávon figyelembe vettük olyan idősoros modellek előrejelzését, melyek fokozottan érvényesítik az inflációs folyamatokban rejlő inerciális hatásokat.

⁸ Az általunk számolt maginflációs mutató a feldolgozott élelmiszereket, az iparcikkeket, a piaci szolgáltatásokat és az alkohol és dohánytermékek csoportját tartalmazza. Ez a mutató jól közelíti a KSH hivatalos maginflációs mutatóját.

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

	Súly (%)	2001		2002				2003				
		Tény		Előrejelzés				Előrejelzés				
		IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	dec.	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	dec.
Élelmiszerek	19,0	11,1	8,5	5,5	3,7	3,8	3,9	4,1	5,2	5,3	5,3	5,1
Feldolgozatlan	(5,4)	7,6	9,5	6,3	2,0	2,6	2,7	2,2	4,8	5,7	5,8	5,8
Feldolgozott	(13,6)	12,3	7,9	5,2	4,4	4,3	4,4	4,9	5,3	5,2	5,1	4,9
Iparcikk	26,0	3,9	3,3	2,7	1,7	1,0	0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4
Piaci szolgáltatások	20,4	10,2	8,8	8,6	8,0	7,2	6,9	6,9	6,5	5,9	5,4	5,2
Piaci energia	1,5	1,4	0,0	4,6	7,3	7,5	7,2	6,0	2,8	0,9	0,1	0,2
Járműüzemanyag	5,2	-13,1	-9,1	-4,8	6,4	14,2	17,4	19,3	10,0	3,6	3,6	3,6
Alkohol, dohányárú	9,1	10,4	9,4	8,4	7,9	7,7	7,7	7,7	7,5	7,3	6,9	6,6
Szabályozott árak	18,9	8,9	7,9	7,3	6,8	6,7	6,7	5,8	5,8	4,6	3,8	3,8
Fogyasztói árindex	100	7,2	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,1	4,6	3,9	3,5	3,4
Becsült maginfláció	69,0	8,2	6,6	5,7	4,9	4,4	4,2	4,1	3,9	3,6	3,3	3,2
Éves átlagos árindex	-	9,2			5,5		-		4,3			-

cióra lehet számítani. A defláció várható mértéke azonban mind a fogyasztói árindex mind a maginfláció esetében 2002-2003 egészét tekintve továbbra is jelentős.

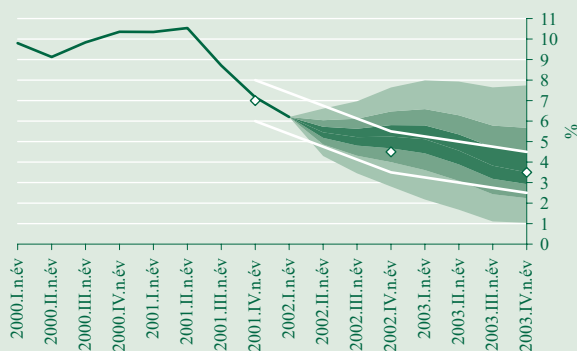
Az inflációs alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot megjelenítő *legeyzőábra* 2002 és 2003 végére is összességében – a rögzített inflációs célokhoz képest – számottevő kockázatot mutat.⁹ A várható fogyasztói árindex értékeket 30 százalékos valószínűséggel tartalmazó középső, legsötétebb sáv ugyanis 2002 végétől túlnyúlik a rögzített inflációs célsáv felső határán. 2002 végén 45%-os, 2003 végén pedig 37%-os a valószínűsége annak, hogy – az előrejelzés alapjául szolgáló feltevések mellett – a fogyasztói árindex értéke a $\pm 1\%$ -os célsávon belül alakul. Összevetve a februári és az aktuális legeyzőábra legvalószínűbb kimeneteleket tartalmazó középső sávjait azt találjuk, hogy az aktuális legeyzőábra minden időhorizonton magasabb inflációt valószínűsít. Ennek oka 2002-ben elsősorban a magasabb alap-előrejelzés, míg 2003-ban – a szabályozott árak alakulásával és a fiskális politikával kapcsolatos bizonytalanság miatt – a nagyobb felfelé mutató kockázat.

1.2.1 Az alap-előrejelzés feltevései

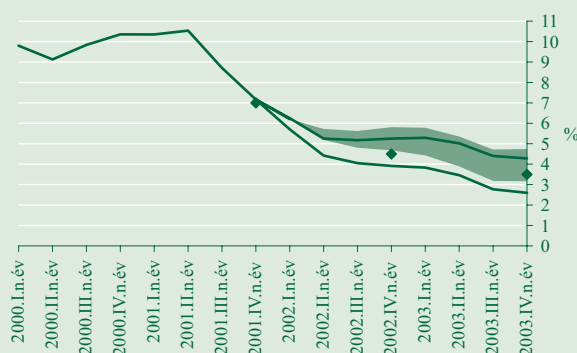
Az aktuális inflációs prognózis feltevései négy ponton különböznek lényegesen a februári előrejelzés feltevéseitől. A külpiazi folyamatokkal kapcsolatban inflációt növelő irányban változott az olajár és az importált iparcikk-inflációra adott feltevésünk. A belföldi folyamatok tekintetében pedig szintén inflációt növelő irányban változott a bér- és a lakossági fogyasztás-prognózis.

A korábbi feltevéshez képest némileg deflációs irányba változott a forint/euró árfolyamra tett feltevésünk. Ez az árfolyamfeltevés a monetáris politika változatlanságának elvét követve az utolsó eltelt hónap, április átlagán rögzített pálya (242,3 forint/euró), mely közel egy százalékkal erősebb árfolyamot jelent a februári előrejelzésnél alkalmazott feltevésnél. Nem változott ugyanakkor az árfolyam-begyűrés mértékére tett fel-

⁹ A kockázatról bővebben lásd *Az alap-előrejelzés bizonytalansága* c. alfejezetet.

Ábra 1-12. Az inflációs előrejelzés legeyzőábrája
(előző év azonos időszakához képest)

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

Ábra 1-13. Az aktuális és a februári előrejelzés legeyzőábráinak középső sávjai és a célértékek*
(előző év azonos időszakához képest)

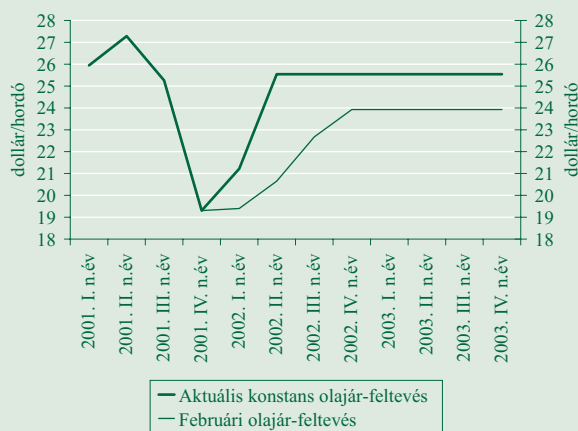
*a sávok a középső 30 százalékos valószínűségeket fedik le

Tábla 1-4. Az inflációs alap-előrejelzés feltevései

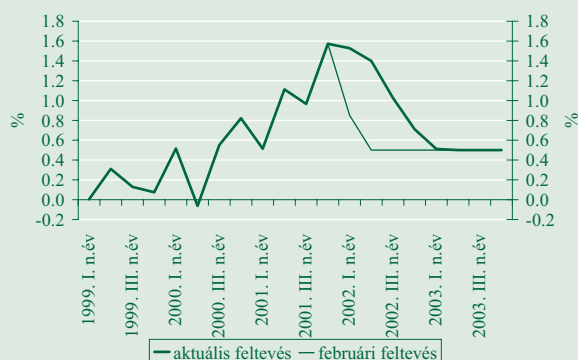
Feltevés	Hol játszik szerepet?	2002. februári előrejelzésben		Aktuális előrejelzésben	
		2002	2003	2002	2003
Forint árfolyam	Iparcikk, benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	januári átlag 244,0		áprilisi átlag 242,3	
Brent olajár (dollár/hordó)	Benzin, piaci energia, piaci szolgáltatások, egyes élelmiszerek	elemzői pálya 21,7 23,9		áprilisi átlag 25,5	
Dollár/euró árfolyam (cent)	Benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	januári átlag 88,4		áprilisi átlag 88,4	
Importált iparcikk -infláció ^{a)}	Iparcikk	0,5		1,1	0,5
Feldolgozóipari termelékenység változása	Piaci szolgáltatások	5,0	5,9	3,6	7,3
Bértömeg növekedése ^{b)}	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások, iparcikk	9,2	7,5	10,9	8,4
Fogyasztás növekedése ^{c)}	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások	4,9	4,0	6,1	4,4

^{a)} évesített havi növekedési ütemek átlaga; ^{b)} feldolgozóipar és piaci szolgáltatásokban a bruttó keresettömeg változása; ^{c)} lakossági vásárolt fogyasztás éves növekedése (szezonálisan igazított).

Ábra 1-14. A Brent olajár feltételezett pályája a februári és az aktuális inflációs előrejelzésben



Ábra 1-15. Az importált iparcikk-infláció pályája az előző és az aktuális inflációs előrejelzésben*



* Német iparcikk infláció, évesített negyedéves növekedési ütem, szezonálisan igazított.

tevés, mely szerint egy tartós árfolyam-változás egy év alatt 37,5%-ban, két év alatt pedig 60%-ban gyűrűzik be a hazai iparcikk árszintbe.

A jelenlegi inflációs alap-előrejelzés konstans olajár-feltevésre épül: 2002-2003-ra az utolsó eltelt hónap, azaz 2002. április átlagos Brent olajárát vetítjük előre. Ez a konstans olajár-pálya átlagosan 10 százalékkal magasabb a februári piaci elemzői várakozásokon alapuló olajár-feltevésnél, ami – minden más változatlansága esetén – mintegy 0,3 százalékponttal emeli meg a 2002. év végi fogyasztói árindex értékét. Az olajár inflációra gyakorolt hatása több szakaszban jelenik meg a fogyasztói árakban. Elsődleges hatásként az olajár változása rövidtávon megjelenik a jármű-üzemanyagok és a piaci energia árában. Másodlagos hatásként ezen termékek által érintett kör árában okoz változást (főként piaci szolgáltatásoknál és feldolgozott élelmiszereknél), míg harmadlagos hatása hosszú távon az inflációs várakozások módosulásán keresztül szinte minden – piaci ármeghatározódású – termékkörben érezhető.

Lényegesen módosult az importált iparcikk-inflációra vonatkozó feltevés is, amely elsősorban a hazai iparcikk árakat és ezeken keresztül hosszabb távon a piaci szolgáltatások árát inflációs irányba mozdította el. A korábbi feltevés a teljes előrejelzési időszakra egy viszonylag alacsony – a múltbeli adatok alapján viszont átlagosnak tekinthető – havi növekedési ütemet rögzített. Ezzel szemben az új feltevés az előrejelzési időszak első felében (2002 decemberéig) magasabb, fokozatosan csökkenő havi növekedési ütemet feltételez. A feltevés módosítására azért került sor, mert az euróövezet egészében és a legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németországban is gyorsuló inflációt mutattak a 2002. első negyedéves adatok. Az új feltevés azzal konzisztens, hogy az importált iparcikk jelenleg erős inflációs nyomás 2002 végéig fokozatosan csökken és decemberre eléri a korábban feltételezett hosszú távú egyensúlyi szintet (0,5% évesített havi növekedés).

A februári feltevésekhez képest lényeges változás történt a bérek és a vásárolt lakossági fogyasztás prognózisokban is. Itt a 2002. év során jelentkezik erős inflációs nyomás, mely egy szerre jelent keresleti és költség oldali tényezőt. A korábbiaknál erősebb béremelkedés költségoldali tényezőként elsősor-

ban a piaci szolgáltatások, a feldolgozott élelmiszerek és az iparcikkek körében okoz magasabb inflációt, míg a lakossági fogyasztáson keresztüli keresleti hatás a piaci szolgáltatások körében okoz inflációs nyomást.

1.2.2 Az alap-előrejelzés részletei

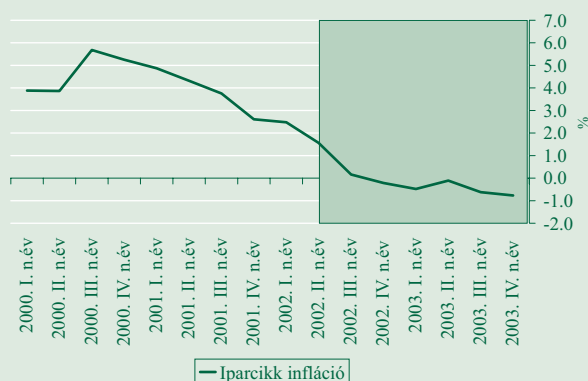
A februári alap-előrejelzéshez képest felfelé módosult az igen volatilis és ezért nehezen prognosztizálható *feldolgozatlan élelmiszerek* inflációja. A magasabb előrejelzés mögött egyrészt a 2002 első negyedében tapasztalt feldolgozatlan élelmiszerárak áll, amelynek következtében kialakult árszint-eltolódás magasabb éves indexeket eredményezett. Másrészt azonban magasabb prognózist eredményezett az a módszertani fejlesztés is, amellyel az eddigieknél dezaggregáltabb szinten jelezzük előre a feldolgozatlan élelmiszerek inflációját. Továbbá, a feldolgozatlan termékkör egyes elemeiben részlegesen érvényesítettük a téli-tavaszi fagykár 2002 második felére várható inflációs hatását.

A *feldolgozott élelmiszereknél* 2002-ben a februári előrejelzésnél alacsonyabb inflációt várunk. Ennek oka a termékkörben megfigyelt, vártnál gyorsabb első negyedéves defláció, illetve az a feltételezés, hogy a feldolgozatlan élelmiszereknél jelentkező árak jellemzően az általában további feldolgozásra nem kerülő élelmiszereket érintette (egyes zöldség és gyümölcs termékek). Ugyanakkor 2003-ban erősebb inflációra számítunk ebben a termékkörben is, ami a későbbi feldolgozatlan élelmiszerár-emelkedések átgyűrűző hatásával és a februárinál lényegesen magasabb bérprognózissal magyarázható. Megjegyezzük, hogy az élelmiszereknél az inflációs cél szempontjából releváns 2002. decemberi árindex némileg magasabb a negyedik negyedévi prognózisnál, ami az előző év decemberének gyors élelmiszer-deflációja miatti bázishatás eredménye.

A februári előrejelzéshez képest legnagyobb mértékben az *iparcikkek* inflációjára adott előrejelzésünk változott, mely 2002 negyedik negyedében egy százalékponttal magasabb lett a februári előrejelzésünknél. Ez a változás több tényező együttes hatásával magyarázható. A változás mértékének több mint fele annak tulajdonítható, hogy a legutóbbi negyedévben gyorsuló német iparcikk inflációt tekintve megváltoztattuk az importált iparcikk inflációra adott feltevéseinket. Megjegyezzük, hogy a külföldi tapasztalatok alapján kialakított feltételezésünk szerint az importált iparcikk infláció belföldi iparcikk árakra gyakorolt hatása erősebb és gyorsabb, mint az árfolyamhatás, ami mögött az a megfontolás áll, hogy a belföldi értékesítők az importár változását tartósabbnak tekintik a sokszor erősen volatilis árfolyammozgásnál.

A magasabb iparcikk inflációs prognózis mögötti egyéb tényezők között még meg kell említeni a 2002. első negyedévi tényadat hatását, mely magasabb lett az általunk várnál. Ugyancsak magasabb iparcikk infláció irányába mutat a 2002-ben megemelt bérprognózis is, amely költségoldalán jelent inflációs nyomást a belföldi árakra. Végül pedig egy módszertani változás is oka a magasabb előrejelzésnek, mivel az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációjának rövid távú előrejelzésénél már figyelembe vettük olyan statisztikai módszerek eredményeit is, amelyek fokozottan érvényesítik az inflációs folyamatokban rövidtávon érvényesülő tehetetlenséget. A februárinál magasabb előrejelzés ellenére azonban megjegyezzük,

Ábra 1-16. Az iparcikk inflációjának prognózisa
(évesített árváltozás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)



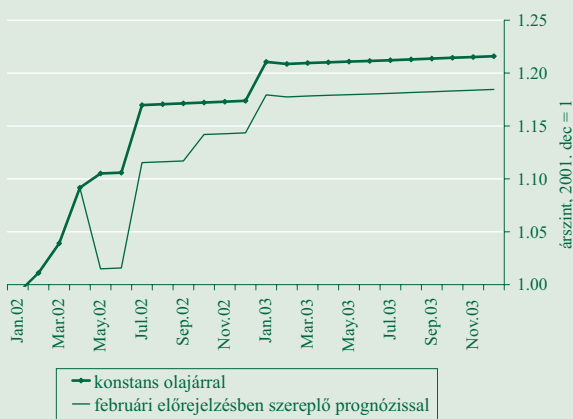
Ábra 1-17. A piaci szolgáltatások inflációjának prognózisa

(évesített áremelkedések az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított)



Ábra 1-18. A jármű-üzemanyagok előrejelzett árszintje a februári és az aktuális olajár-feltevés mellett

(árszint, 2001. december = 1)



hogy a termékkörben továbbra is folyamatos ármérséklődésre számíthatunk, amit jól mutat a prognosztizált negyedéves növekedési ütemek alakulása.

A *piaci szolgáltatások* árindexének előrejelzése is folytatódó deflációt mutat. A februári előrejelzéstől eltérően alakul azonban az árindexek dinamikája: 2002 első felére a korábbinál alacsonyabb, 2002 végére és 2003-ra magasabb inflációt várunk. Az idei év első felében várható gyorsabb defláció annak következménye, hogy az első negyedévben a vártnál gyorsabb ütemben mérséklődött a piaci szolgáltatások átlagos árnövekedése. Középtávon azonban ezt a jelenséget nem tekintjük tartósnak, mivel az – ebben a termékkörben erős inflációs tényezőt jelentő – lakossági fogyasztás és bérek 2002-ben várható gyors ütemű emelkedése inflációs nyomást okoz az év második felétől.¹⁰ Továbbá a februárinál magasabb olajár-feltevés és az iparcikk árak lassabb deflációja is nagymértékben magyarázza a piaci szolgáltatások magasabb inflációját 2002 végétől.

Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások együttes deflációjának eredményeképpen a két termékkör közötti *inflációs különbség* előrejelzési horizontunkon 6 százalékpont körül illetve a fölött alakul. Ez a szint némileg átlag felettinek minősíthető, azonban inkább a lakossági keresleti hatással és költségoldali (olajár) tényezőkkel, mint az eltérő szektorális termelékenységek alakulás hatásával magyarázható.¹¹

A *jármű-üzemanyagok* árát részben a világpiaci olajár és a forint/euró illetve dollár/euró árfolyamok, részben pedig a jövedéki adó határozzák meg. A magas olajár és a némileg erősebb forint/euró árfolyam eredőjeként az üzemanyagok árszintje 2002. május-decemberben átlagosan 5%-kal, 2003-ban pedig 2,6%-kal magasabb a februári olajár-feltevés alapján kirajzolódó üzemanyagár-pályánál. A 2003-ra prognosztizált jövedéki adó mértékében nem történt változás a februári előrejelzéshez képest: az adóemelés mértéke nettó 5 forint, ami várhatóan 2,8%-kal emeli meg a jármű-üzemanyagok árát. Az élelmiszer árindexnél megfigyeltekhez hasonlóan a jármű-üzemanyagok 2002. decemberi árindexe is magasabb a negyedik negyedévi prognózis értékénél, ami szintén bázishatás eredménye.

Február óta magasabb infláció irányában módosult az előrejelzésünk az *alkohol és dohány* termékkörben is. Ezt egy módszertani változás eredményezte, amire azért volt szükség, mert a februári előrejelzésben alulprognosztizáltuk a 2002. első negyedéves folyamatokat. Az előrejelzés javítása érdekében egy alternatív előrejelző modellt építettünk, és az alap-előrejelzést az új és a korábban használt modell eredményeinek konszenzusaként határoztuk meg. Bár nem rendelkezünk részletes közgazdasági elemzéssel, elmélettel az alkohol- és dohányárak alakulásáról, az új modell azon a felvetésen alapul, hogy – a jövedéki adóemelés árakra gyakorolt hatásán túl – az alkohol és dohány inflációja az általános piaci áremelkedések ütemét követi. A dohány 2002-re vonatkozó jövedéki adójánál a törvényben meghatározott mértékű emelést vettünk figyelembe, ami 13%-os adónövekedést jelent. 2003-ban viszont az ideinél kissé magasabb, 16%-os adóemelést feltételeztünk.

¹⁰ A bérek esetében ezt a hatást erősíti az is, hogy a szolgáltatási szektorban 2002-ben már jelentős bérszint-emelő minimálbér-hatással számolunk.

¹¹ A piaci szolgáltatások – iparcikkek inflációs differencia a több év átlagában 5-5,5 százalékpont körül ingadozott.

A szabályozott árak körében szintén magasabb inflációra számítottunk a februári prognózishoz képest. Ennek oka egyrészt az, hogy egyes szabályozott áras termékeknek az év eleji áremelkedés üteme meghaladta az inflációs várakozással konzisztens kormányzati áremelési szándék mértékét (lakossági postai tarifák, egyes szerencsejátékok), ami 2002 során tartósan magasabb éves árindexet okoz. Másrészt, néhány termék (például nem támogatott árú gyógyszerek) esetében úgy tűnik, hogy a korábbi évek elején szokásos áremelések idén későbbre halasztódtak, ami szintén emeli a következő negyedévekben várható árindexet. Hangsúlyozzuk azonban, hogy az előrejelzés transzparenciájának követelménye miatt a jegybank szabályozott árakra adott előrejelzése a mindenkori költségvetési törvényben meghatározott áremelési ütemeken alapul. Ugyanakkor azonban – költségvetési törvény hiányában – 2003-ra nem rendelkezünk erre vonatkozó részletes információkkal, s így erre az évre egy inflációs céllal konzisztens 5%-os átlagos áremeléssel számolunk. A vezetékes gáz esetében 2002. júliusban 12%-os, 2003. januárban és júliusban pedig 2-2%-os áremelésekkel kalkuláltunk. A Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy a szabályozott árakat illetve a fiskális politikát érintő esetleges változásokat a jövőre vonatkozó bizonytalansági eloszlás alakjában érvényesíti.

1.2.3 Az alap-előrejelzés bizonytalansága

Az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság a Monetáris Tanács értékelése alapján 2002 végén közel szimmetrikus, 2003 végén pedig magasabb infláció irányába mutat. A bizonytalansági eloszlás meghatározásához a Monetáris Tanács öt tényező várható alakulásáról alkotott véleményt. Ezek a világpiaci olajárak, az importált iparcikk infláció, az árfolyam-begyűrőzés mértéke az iparcikk árakba, a munkapiaci béralkalmazkodás és a szabályozott árak 2003. évi alakulása.

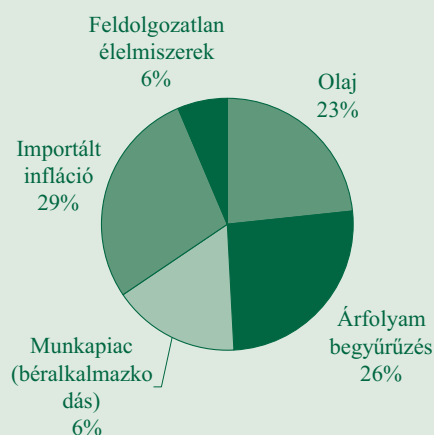
A világpiaci *olajárak* körüli bizonytalanság elsősorban 2002-ben jelent kiemelt, de deflációs irányú kockázati tényezőt. Mivel az alkalmazott konstans olajár-feltevésnél a piaci elemzők várakozásának konszenzusa alacsonyabb olajárat valószínűsít, az olajárakban rejlő bizonytalanság 2002 végén egy alacsonyabb fogyasztói árindex felé mutat. Ez eltér a februári bizonytalanság-érzékeléstől, amikor az emelkedő elemzői olajpályához a Monetáris Tanács szimmetrikus bizonytalanság-eloszlást rendelt. Számításaink szerint 10%-kal alacsonyabb olajár 2002 végén 0,3 százalékponttal alacsonyabb fogyasztói árindexet eredményezne.

Az *importált iparcikk-infláció* alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot a Monetáris Tanács szimmetrikus eloszlásúnak

Tábla 1-5. Különböző sokkok hatása a fogyasztói árindexre – szimulációs eredmények

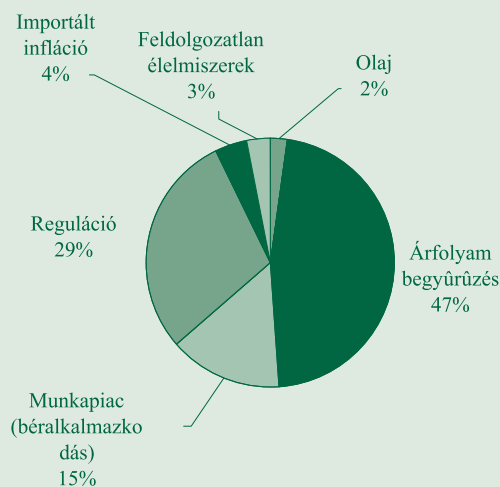
Forgatókönyvek	2002		2003	
	IV. né.	Eltérés az alap-előrejelzéstől	IV. né.	Eltérés az alap-előrejelzéstől
Alap-előrejelzés	5,3	–	3,5	–
Olajár-csökkenés (2002. májustól 10%-kal alacsonyabb olajár)	5,0	-0,33	3,5	-0,01
Magasabb importált infláció (2002. áprilistól 0,7%-ponttal magasabb évesített hó/hó növekedés)	5,4	0,12	3,8	0,30
Lassabb árfolyam-begyűrőzés (iparcikkknél egy év alatt 10%-os)	5,8	0,51	4,3	0,82
Magasabb bérinfláció a versenyszférában (1 százalékponttal magasabb éves növekedés 2002-2003-ban)	5,5	0,16	3,7	0,22
Szabályozott áremelés elhalasztása (gázáremelés 2002-ről 2003. júliusra halasztva)	5,0	-0,27	3,8	0,26

Ábra 1-19. Az alap-előrejelzés főbb bizonytalansági tényezői 2002-ben *



* Az egyes tényezők teljes bizonytalansághoz való hozzájárulása a legyezőábra alapján készült.

Ábra 1-20. Az alap-előrejelzés főbb bizonytalansági tényezői 2003-ban *



*Az egyes tényezők teljes bizonytalansághoz való hozzájárulása a legyezőábra alapján készült.

Tábla 1-6. A fogyasztói árindex alap-előrejelzései a két szélső reálgazdasági forgatókönyvben

Forgatókönyvek	2002. IV. né.	2003. IV. né.
Alap-előrejelzés	5,3	3,5
Kedvezőbb külső kereslet forgatókönyv	5,5	3,7
Mérsékelt külső kereslet forgatókönyv	5,1	3,1

értékelte. Itt hangsúlyozzuk, hogy az importált iparcikk inflációra adott feltevést az aktuális előrejelzési fordulóban a 2002-es évre magasabb infláció irányába módosítottuk, míg hosszabb távon továbbra is 0,5 százalékos évesített negyedév/negyedév árindexet várunk. Ha e helyett 2002. áprilistól 0,7 százalékponttal magasabb indexet feltételeznénk, akkor a fogyasztói árindex előrejelzése 2003 végén 0,3 százalékponttal lenne magasabb.

Az *árfolyam-begyűrűzés* mértékével kapcsolatban a Monetáris Tanács megtartotta a februárban alkalmazott feltevést, mely az iparcikk ár szintjében egy év alatt 37,5 százalékos begyűrűzést valószínűsít. A lassú iparcikk dezinfláció miatt a Monetáris Tanács megítélése szerint az árfolyam-begyűrűzéssel kapcsolatos bizonytalanság egy magasabb infláció irányába mutat. Ugyanezt valószínűsíti az aggregált kereslet árfolyam-begyűrűzésre gyakorolt esetleges hatása is: ahogy korábban említettük, az erős kereslet gyengítheti a felértékelődés dezinflációs hatását. Fontos megjegyezni, hogy az árfolyam-begyűrűzéssel kapcsolatos aktuális bizonytalanság-érzékelés különbözik a februárítól, mert akkor a Monetáris Tanács alacsonyabb infláció irányába mutató kockázatot érzékelt. Szimulációs eredmények alapján egy a jelenleg feltételezettnél lassabb, a 37,5% helyett például 10%-os begyűrűzés mellett 2002 végén 0,5 százalékponttal, 2003 végén pedig 0,8 százalékponttal lenne magasabb a fogyasztói árindex.

A *munkapiaci béralkalmazkodással* – a versenyszférabeli nominális béremelkedés ütemének dezinflációs pályához való igazodásával – kapcsolatban a Monetáris Tanács közel egy százalékponttal felfelé módosította a Közgazdasági Főosztály által első verzióban készített eredeti 2003-as bérinflációs prognózist. Így az alap-előrejelzés 2002-ben 11,2%-os, 2003-ban pedig 7,5%-os bérinfláció feltételezése mellett készült. A korrekcióval együtt a béralkalmazkodás körüli bizonytalanság már szimmetrikus. Amennyiben esetleg ehhez az alap-előrejelzéshez képest a versenyszférabeli bérinfláció éves átlagban egy-egy százalékponttal magasabb lenne, az mindkét év végén mintegy 0,2 százalékponttal emelné meg a teljes fogyasztói inflációt.

Végül 2003-ban kiemelhető kockázati tényező a *szabályozott árak* várható alakulása. Az alap-előrejelzés ebben a termék-körben 2003-ra átlagosan 5%-os áremelkedéssel számol, amihez a Monetáris Tanács egy magasabb infláció irányába mutató kockázatot rendelt. A 2003-as év kockázata elsősorban abban rejlik, hogy egyes szabályozott árú termékek 2002-re tervezett áremelése későbbre halasztható. Számításaink szerint az áremelések ilyen időzítése következtében a 2002 végi infláció alacsonyabb, a 2003. végi árindex viszont 0,3-0,4 százalékponttal magasabb lehet.

Az inflációs alap-előrejelzést elkészítettük a reálgazdasági előrejelzés két szélső forgatókönyvére is, melyeket bővebben a *Jelentés* bevezető fejezete tárgyal. Az alap-előrejelzésnél kedvezőbb illetve annál mérsékeltőbb külső keresletre épülő két forgatókönyv elsősorban a lakossági fogyasztás alakulásában tér el. Kedvezőbb külső kereslet mellett a fogyasztás éves növekedése 2002-ben 0,5 százalékponttal, 2003-ban pedig 0,8 százalékponttal magasabb, míg a mérsékelt külső kereslet forgatókönyvben ugyanilyen mértékben lassabb fogyasztás-növekedést feltételezünk, mely mértékek megfelelnek a fogyasztás-előrejelzés alsó és felső határainak. Továbbá a két új forgatókönyvhöz gyorsabb illetve lassabb versenyszférabeli béremelkedés és importált iparcikk inflációs pálya tartozik.

A 2002. áprilisi adatok hatása az előrejelzésre

A fogyasztói árindex értéke 2002. áprilisában 6,1% volt, ami a márciusi adathoz 0,2 százalékponttal volt magasabb. A vártnál kedvezőtlenebb adat ellenére a monetáris politika által leginkább befolyásolható iparcikkek és piaci szolgáltatások körében várakozásainknak megfelelően alakultak az árak, amit az is mutat, hogy 6,2%-os márciusi értékéről 6,1%-ra csökkent a maginfláció.

A márciushoz képest emelkedő fogyasztói árindex elsősorban három tényezővel magyarázható. Egyfelől, a zöldség-gyümölcs árak nem csökkentek a várt ütemben. Ezen árak emelkedése az év elején egybeesett a külföldi – mediterrán eredetű – áremelkedéssel, ugyanakkor – szemben más európai országokkal – a hazai árakban áprilisban sem figyelhettünk meg korrekciót. Másodsorban, a pékáruk ára – a gabona, valamint a liszt árszintjének csökkenése ellenére – megugrott, ami egy kifejezetten új, váratlan jelenségnek tekinthető. Végül az alkohol és dohánytermékek ára a dohánytermékek jövedéki adójának januári emelése és a készletek lassú kifutása miatt késve jelent meg a fogyasztói árakban, magasan tartva a csoport inflációját.

Ha ezek a folyamatok tartósak bizonyulnak, akkor a 2002. decemberi fogyasztói árindex alap-előrejelzése 0,1 százalékponttal magasabb, 5,4% is lehet, miközben a 2003-as előrejelzés nem módosul számottevően.

2. A konjunktúra alakulása

2.1. Kereslet

2001-ben a külső konjunktúra gyengülése következtében a magyar gazdasági növekedés üteme is lassult, az előző évhez képest a növekedés 3,8 százalékos volt. A növekedés üteme az év során folyamatosan csökkent. Előrejelzésünk szerint 2002-ben a gazdasági növekedés éves üteme valamivel alacsonyabbra várható, mint az előző évben, 2003-ra viszont már élénkülésre számítunk.

Jelenlegi előrejelzésünk külső keresletre vonatkozó feltételezése megfelel a februári *Jelentésben* vázolt tendenciának. A Monetáris Tanács döntésének megfelelően a makrogazdasági előrejelzésben csak azoknak a fiskális intézkedéseknek azon körét vettük figyelembe, amelyekről már az előrejelzés készítésekor – további döntést nem igénylő – kormányhatározat született. Az új kormány fiskális politikájáról, információk hiányában nem alkotunk véleményt.¹²

A 2002-re vonatkozó prognózist a februári *Jelentésben* szereplő előrejelzéssel összevetve a belföldi felhasználás ebben az évben számottevően gyorsul. A készletek feltöltése mellett

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

	Tény		Előrejelzés	
	2000	2001	2002	2003
Lakossági fogyasztás	4,1	4,0	4,8 – 5,2 – 5,6	3,0 – 3,7 – 4,7
Háztartások fogyasztási kiadásai	4,4	5,1	5,6 – 6,1 – 6,6	3,6 – 4,4 – 5,2
Természetbeni társ. juttatások	2,8	(-0,3)	1,1	0,5
Közösségi fogyasztás	1,2	0,4	0,7	0,6
Állóeszköz felhalmozás	7,7	3,1	3,0 – 4,5 – 6,0	4,3 – 6,3 – 8,3
„Belföldi végső értékesítés”*	4,9	3,4	3,9 – 4,6 – 5,2	3,1 – 4,1 – 5,0
Készletfelhalmozás és egyéb nem specifikált felhalmozás	9,2	(-20,0)	5,0 – 12 – 15,0	0,0 – 3,0 – 8,0
Belföldi felhasználás	5,1	2,1	4,3 – 4,9 – 5,5	3,1 – 4,0 – 4,9
Export	21,8	9,1	4,5 – 5,3 – 7,0	7,0 – 8,8 – 11,6
Import	21,1	6,3	5,6 – 7,2 – 8,8	7,0 – 8,3 – 10,5
GDP	5,2	3,8	3,3 – 3,6 – 3,9	3,6 – 4,3 – 5,0

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

¹² Az előrejelzés készítésének időpontjában hivatalban levő kormány döntéseit általában figyelembe vettük, kivéve azon törvénymódosítást előkészítő határozatokat, amelyekről az országgyűlés hatásköre dönteni (például 13. havi nyugdíj, családi ellátások).

¹³ A GDP növekedés előrejelzését a termelési oldali konjunkturális folyamatok és a felhasználási oldali tételeinek előrejelzése alapján határoztuk meg. A természetbeni társadalmi juttatásokat és a közösségi fogyasztást – amelyek becslése illetve értelmezése bizonytalan – az előző nyolc negyedévi növekedés átlagát használva jelezzük előre.

jelenlegi prognózisunkban a lakossági fogyasztás ütemének nagyobb mértékű bővülése és a vállalati beruházások élénkítése is meghatározza a belföldi keresletet. 2003-ban a belföldi felhasználás bővülése némileg alacsonyabb mértékű lesz úgy, hogy a fogyasztás bővülési üteme lassul, míg a beruházásoké tovább gyorsul. A kedvező külső kereslet és a mérsékelt belföldi felhasználás bővülése következtében a nettó export emeli a gazdasági növekedés ütemét.

A felhasználási oldal egyes tételeire készített negyedéves előrejelzésünkben mindig a megelőző negyedévhez viszonyított rövid bázisú index – ami a konjunkturális folyamatokat jobban tükrözi – a gazdasági növekedés folyamatos gyorsulását mutatja. 2002-ben a belföldi kereslet élénkülése mellett a második félévben várhatóan a külső konjunktúra felendülése is érezteti hatását. A magasabb növekedési pálya a készlet-felhalmozás megugrása miatt átmeneti importnövekedés okoz. 2003-tól enyhén emelkedő négy és öt százalék közötti növekedést jelezhetünk előre.

2.1.1. Külső kereslet

A 2001 negyedik negyedévi tényadatok, valamint a korábbi negyedéveket érintő jelentős európai adatrevíziók ismeretében az effektív külső kereslet tavalyi alakulása némileg eltérő az előző *Jelentés*ben ismertetetthez képest.¹⁴ A rendelkezésünkre álló adatokból a korábban látottnál erőteljesebb lassulás látszik 2001 első három negyedévében, a negyedik negyedév viszont a korábban feltételezett stagnálással szemben már enyhe javulást mutat. Összességében azonban a külső kereslet *szintje* 2001-ben alacsonyabb volt annál, mint ami az eddigi számításainkból következett, az éves átlagos növekedési üteme csak mintegy fele az előző *Jelentés*ben közöltnek. 2002-ben a külső kereslet bővülését 1,2 és 2,3% közé várjuk, a legnagyobb valószínűséget az 1,7%-os növekedési ütemhez rendeljük. 2003-ban az éves átlagos növekedés üteme 5 és 8,1% közé esik, a centrális pályán a bővülés mértéke 6,6%-ra várható.

A külső kereslet előrejelzésében rövid távon a magyar gazdaságra legnagyobb hatással lévő európai országok főbb bizalmi indexeit, továbbá az OECD által a főbb külkereskedelmi partnereinkre számított előrejelző indikátorokat vesszük figyelembe. A bizalmi indexek 2001 negyedik negyedévében váltanak lejtésből emelkedő irányba, 2002 első negyedévében pedig ugrásszerű javulást mutatnak¹⁵. A külső keresletben ugyanez egy negyedév eltolódással várható: az első negyedévében csak szerény bővülés lesz megfigyelhető, amelyet a második negyedévben a növekedési ütem emelkedése követ.

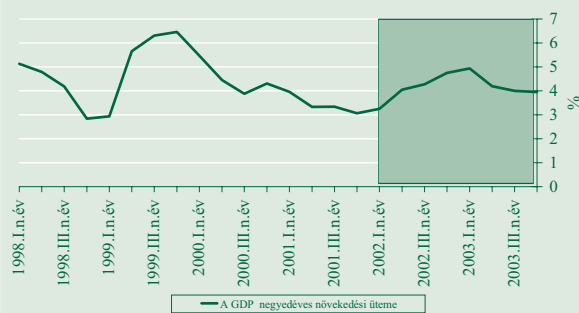
Egy-kétéves horizonton a külső kereslet pályáját a hosszabb-távú közgazdasági összefüggések határozzák meg. Világképünk az előző *Jelentés* írása óta nem változott számottevően, az új, illetve a revideált régebbi adatok nem mondanak ellent annak,

¹⁴ Effektív külső kereslet: a 11 fő külkereskedelmi partnerünk exportszerkezetünkben mutatkozó részesedésével súlyozott GDP-statisztikabeli áru- és szolgáltatásimportja, változatlan áron. Az adatrevíziók főleg a német és olasz adatokat érintették.

¹⁵ A magyar gazdaságra leginkább befolyással lévő német gazdaság legfontosabb bizalmi indexének (IFO) javulása ugyanakkor áprilisban megállt, csakúgy mint az európai konjunktúra hasonló mutatójéé, az EABCI-é. A rendelkezésre álló egyéb információk alapján (például a francia INSEE konjunktúraindex áprilisban is töretlen növekedést mutat) egyelőre nincs okunk feltételezni, hogy ez döntő befolyással lenne a külső kereslet alakulására, de a negatív kockázatok megnövekedéséért figyelembe vesszük a centrális pálya körüli sáv meghatározásában.

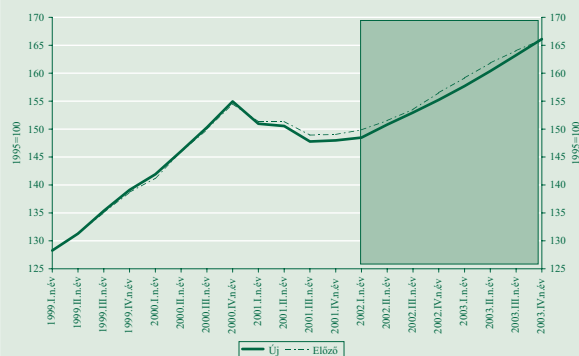
Ábra 2-1. A GDP negyedéves növekedési üteme

(az előző negyedévhez viszonyított évesített növekedési ütem, szezonálisan igazított adatok alapján)

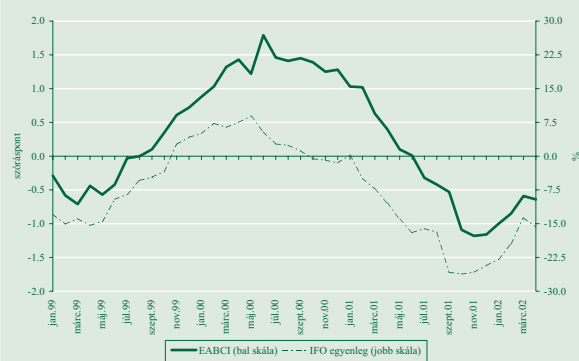


Ábra 2-2. A külső kereslet új és korábbi előrejelzésének szintje

(1995 = 100)



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



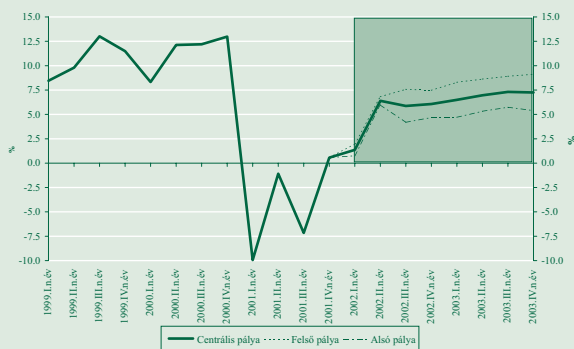
Tábla 2-2. A külső keresletre adott prognózisok (éves átlagos növekedési ütem %-ban)

	2001 tény	2002		2003	
		új	korábbi	új	korábbi
<i>Kereskedelmi partnereink GDP-növekedése*</i>					
MNB centrális	1,1	1,1	1,2	2,9	2,9
MNB alsó – felső		0,7 - 1,4	0,7 - 1,5	2,2 – 3,6	2,1 - 3,4
OECD		1,1	1,2	2,7	2,9
IMF		1,1	1,0	2,8	-
Economist Poll		1,2**	1,0**	2,8**	-
JP Morgan		1,4	0,7	3,0	2,4
<i>Kereskedelmi partnereink importkeresletének alakulása</i>					
MNB centrális	0,8	1,7	1,8	6,6	6,5
MNB alsó-felső		1,2–2,3	0,7 - 2,4	5,0 – 8,1	3,3 - 8,1
OECD		2,0	2,9	7,4	6,9
JP Morgan		1,7	1,5	7,5	7,5

* A GDP növekedés előrejelzése csak tájékoztatási célokat szolgál, modellünkben az importkeresletnek van szerepe

** EMU-12-re vonatkozó adat

Ábra 2-4. A külső kereslet előrejelzése (évesített negyedéves növekedési ütemek)



hogy a külső kereslet 2003 végére arra a szintre zárkózik fel, amelyet korábbi, a hosszabbtávú összefüggéseket figyelembe vevő modellszámításaink indokoltak. A 2002. év átlagos növekedési üteme az első negyedév visszafogottabb bővülése miatt ugyan nem változik az előző *Jelentés*ben számítottéhoz képest, a korábbi pályához való szintbeni felzárkózás miatt a 2003. évi növekedési ütem azonban kissé magasabb lesz. A centrális pályára adott előrejelzéseink mindkét esztendő esetében a más nemzetközi előrejelzők által adott legalacsonyabb és legmagasabb prognózisok között helyezkednek el.

A centrális pályához képest *negatív* kockázatként 2002 második negyedévével lassabb USA-beli növekedést vettünk figyelembe. *Felfelé* irányuló kockázatot lazább német fiskális politika jelent: a stabilitási paktum által előírtnál lassabb fiskális konszolidáció esetén feltevésünk szerint a GDP-arányos költségvetési hiány hosszú távon 1 százalékponttal magasabb, mint centrális prognózisunkban. A két forgatókönyvnek megfelelő pályák kiszámítása alapján a korábbi *Jelentés*szel szemben a kockázatok eloszlását a centrális pálya körül most alapvetően szimmetrikusnak látjuk.

2.1.2. Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás közvetlen keresleti hatása 2001-ben a GDP 2,2%-át érte el, vagyis a korábbi becslésünknél (2,5%) alacsonyabb lett. Részben az alacsonyabb bázis, részben a idei folyamatok miatt a 2002. évre feltételezett keresletbővítés alapelőrejelzése a GDP 1,3%-ára nőtt a korábbi 0,7%-hoz képest. A keresletbővítés mértékére adott előrejelzésünk a változatlan fiskális politika elvének megfelelően csak az előrejelzés készítésekor hivatalban lévő kormány további döntést nem igénylő intézkedéseinek keresleti hatását tartalmazza.¹⁶ Így előrejelzésünk *feltételes*, annak bizonytalanságát múltbeli becslési hibáink alapján $\pm 0,2$ százalékpontban határoztuk meg: ennek alapján a fiskális politika keresleti hatása a GDP 1,1-1,5%-a között valószínűsíthető. A következő, augusztusi *Jelentés*ben természetesen értékelni fogjuk az időközben majd ismertté váló fiskális politika és tervek keresleti hatását, így az is lehetséges, hogy prognózisunk akár a jelenlegi 1,5%-os felső becslést is meghaladhatja.

2003-ra - hasonlóan a februári *Jelentés*hez - most is az a hipotézisünk, hogy a keresleti hatást az euróövezetbe való belépéshez szükséges fiskális pálya követelményei határozzák meg. A hipotézis abból a technikai feltételezésből indul ki, hogy az euróövezetnek a korábbi *Jelentés* feltevésétől eltérően nem 2006-ban, hanem 2007-ben válunk tagjává. A fiskális konvergencia kritérium feltételezett teljesítésének egy évvel történő eltolódása hosszabb alkalmazkodási pályát jelent, ami önmagában a korábbi 0,6%-ról 0,3%-ra mérsékli 2003-ban a feltételezett fiskális keresletszűkítés GDP arányos mértékét.

Az elmúlt évet illetően továbbra sem rendelkezünk teljes körű információkkal az MFB Rt. kiadásairól, az útépitésre fordított összegekről azonban megállapítható, hogy a GDP 0,2%-ával elmaradtak várakozásainktól. A tavalyi keresleti hatást ezen

¹⁶ Intézkedések alatt az országgyűlési illetve kormányhatáskörben hozható döntéseket értjük. Tehát már *nem* vettük figyelembe azon törvénymódosítást előkészítő határozatokat, melyekről az országgyűlés hatásköre dönteni (például 13. havi nyugdíj, családi ellátások).

felül a GDP 0,1%-ával mérsékelte a letéti számla vártnál kisebb felhasználása: a 2000-ben bérlakás építés céljából letéti számlára utalt összeg egy része ugyanis ténylegesen csak 2002-ben kerül majd felhasználásra.

A 2002-es évet illetően a bázis változása miatt a GDP 0,3%-ával nagyobb lett a várható fiskális keresleti hatás, hiszen az említett alacsonyabb 2001. évi adatok nem változtatták meg az út- és bérlakásépítés kiadásaira vonatkozó idei feltételezéseinket. Ezen túlmenően azt valószínűsítjük, hogy a fiskális folyamatok¹⁷ – a korábban feltételezett semleges hatásukkal szemben – csaknem a GDP 0,3%-ával járulnak hozzá a kereslet bővítéséhez. Ezt a GDP 0,2%-ával mérsékli azonban az, hogy a korábban vártnál magasabb többletbevétellel számolunk a makrogazdasági folyamatok alapján. E folyamatok hatását nettó módon vesszük figyelembe, azaz a bevételeket csökkentjük a svájci index alapján számolt nyugdíjkiadásokkal. Áprilisban a jelenlegi makrogazdasági feltételezéseink alapján számolt svájci indexnél magasabb nyugdíjemelésről született döntés, ami a GDP arányában további 0,2%-kal járul hozzá az idei évre becsült keresleti hatáshoz.

A 2002-es fiskális keresleti hatás feltételes előrejelzése azt jelenti, hogy a “változatlan gazdaságpolitika” feltevése miatt további intézkedésekkel nem számoltunk. Egyes kiadások azonban – elsősorban az önkormányzatoknál – az általunk feltételezettnél erőteljesebben nőhetnek. Másrészt, a keresleti hatást mérsékelheti az alap-előrejelzéshez képest az, hogy az eddigi – makrogazdasági folyamatoktól némileg elmaradó – tényszámok alapján óvatosak maradtunk az adóbevételek előrejelzése során.

2003-ra a GDP arányos ESA¹⁸ elsődleges egyenlegben – a hipotetikus pálya feltételezéseit aktualizálva – nagyjából 0,3%-os

Tábla 2-3. Az államháztartás keresleti hatásának alakulása (GDP %)

	1999 Tény	2000 Tény	2001 Előzetes tény	2002 Előrejelzés	2003 Feltételezett pálya*
1. SNA operacionális deficit változása (2+3)**	-1,0	-0,9	1,9	1,4	-0,4
2. Közvetett keresleti hatás (reálkamat változás) **	-0,4	-0,3	-0,3	0,1	-0,1
3. Közvetlen hatás (4+5) (SNA elsődleges egyenleg változás)	-0,6	-0,6	2,2	1,3	-0,3
4. GFS elsődleges egyenleg változása	-1,3	1,2	0,6	0,9	-
5. Egyéb tényezők változása *** (SNA korrekciók)	0,7	-1,8	1,5	0,4	-

*Feltételezésünk a keresleti hatásra általában vonatkozik, és nem annak részleteire irányul.

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

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

A kerekítések miatt a részösszegek nem feltétlenül adják ki az egészet.

A (+) előjel a kereslet bővülését, a (-) előjel a szűkülését jelzi.

¹⁷ A fiskális folyamatok körébe soroljuk az önkormányzatok, költségvetési intézmények és fejezetek döntéseit, és azokat az objektív körülményeket (például pályázatok késése), amelyek azt eredményezik, hogy a fiskális politika által előirányzott kiadások nem teljesülnek. A fejezeti és intézményi előirányzatok esetében összességében azzal számolunk, hogy 2002-ben majdnem annyi maradvány képződik, mint amennyi előirányzat és letéti számla maradvány áthúzódott 2001-ről, azaz e tételeknél csak annyi többletkiadást feltételezünk, amennyi a GDP 0,1%-át sem éri el. Emellett azonban magasabb igénybevétellel számolunk korábbi előrejelzésünkhöz képest a gyógyszer-támogatásoknál, a KSH tényszámok alapján a családtámogatásoknál, és a munkaerő-piaci kiadásoknál.

¹⁸ Az ESA az az EU-ban bevezetett statisztikai módszertan, amely alapján a fiskális konvergencia kritériumot is meghatározták. Bizonyos vonásaiban hasonló ehhez az a módszertan, amellyel az MNB által alkalmazott elemzési mutatót, az “SNA” deficitet határozzuk meg. Az eltérésekről bővebben az MNB módszertani füzetekben szövelünk.

javulás adódik, és ennek alapján az SNA elsődleges egyenlegből számolt keresleti hatás is hasonlóan alakulhat. A februári *Jelentésnek* -0,6%-os feltevését abból a korábbi hipotetikus pályából vezettük le, amely végpontját a maastrichti konvergencia kritériumok – a feltételezett 2006-os GMU-csatlakozáshoz szükséges – 2004. évi teljesítése határozta meg. Aktuális *Jelentésünkben* a GMU-csatlakozás időpontjára vonatkozó technikai feltételezésünket 2007-re módosítottuk. Ebben az esetben az ESA-deficitnek csak 2005-ben kell a GDP 3%-a alá csökkenni.

Amint azt a 2001. novemberi *Jelentésben* már bemutattuk, a keresleti hatás szerkezete is lényeges hatást gyakorol a makrogazdasági ár és reálgazdasági folyamatokra. A keresleti hatás szerkezete 2001-ben nagyjából úgy alakult, ahogy azt az említett aktuális kérdések elemzésében bemutattuk. 2002-ben ezzel szemben a nagyobb keresleti hatás mellett mind a bérek, mind a transzferek és a beruházások nagyobb mértékben nőnek, mint ahogy novemberben vártuk. 2003-ra hipotézisünk a keresleti hatás egészére vonatkozik, szerkezetéről azonban nincsen feltételezésünk, így azt most nem tudjuk részletesen elemezni. A kiadási szerkezet hatását a következőkben a KSH módszertana alapján mutatjuk be, annak érdekében, hogy összhangban legyünk a reálgazdasági folyamatok statisztikai megközelítésével¹⁹.

A keresettőmeg 22%-kal nőtt az államháztartásban 2001-ben, miközben a létszám 0,4%-kal csökkent. 2002-ben 0,2%-os létszámcsökkenést feltételezve – az általános tartalék bérjellegű felhasználásait figyelembe véve – a keresettőmeg 19,7%-os növekedését várjuk, ami a korábbi prognózisunkat 0,7%-kal haladja meg. Ebbe az irányba mutatnak a január-februári tényszámok²⁰ is.

2001-ben az állam lakossági transzfereinek növekedése elérte a 14,1%-ot, 2002-ben pedig az eddig jóváhagyott intézkedéseket figyelembe véve a transzferek értékindexe 13,2%-kal növekedhet.

A hitelből finanszírozott útépitéssel együtt számolt állami beruházás volumene 2001-ben 14,4%-kal bővült, 2002-ben pedig nagyjából 7%-kal bővíülhet. Ez a KSH statisztikából levezetett pálya nem hozható teljesen összhangba a beruházási kifizetések eltérő szemléletű, államháztartási elszámolások alapján adódó dinamikájával.²¹

¹⁹ Az államháztartási bérek esetében a 2002 februári *Jelentésben* utaltunk az államháztartási elszámolások és a KSH módszertan különbségeire. A lakossági transzferek esetében a kétféle megközelítés között nincsen eltérés. A beruházások számbavételének különbözőségéről a következőkben részletesebben szólnunk.

²⁰ A január-februári 32,4%-os átlagkereset növekedésben jelentős szerepet játszott a bázishatás. Tavalay az éves 22,4%-os növekedéssel szemben január-februárban csak 15,5%-kal nőtt az átlagkereset, mivel a béremelésekre áprilistól az év végéig több lépcsőben került sor. Ennek áthúzó hatása folyamatosan jelentkezik idén, ráadásul a tárgyévi béremelés meghatározó része is januárban és februárban történt.

²¹ Az államháztartási kiadások alapján a KSH számoknál magasabb volumen növekedés látszódik, 2001-ben 25%, 2002-ben pedig 14%. A KSH és az államháztartási elszámolás eltéréseinek alapvető oka az, hogy a számbavételi időpont jelentősen eltér, de eltérést okozhat az is, hogy a beruházásnak minősített államháztartási kiadás a költségek szélesebb körét tartalmazza. A KSH a beruházást az aktiválás időpontjában számolja el, addig a készletek között szerepel, az államháztartás pedig ennél korábban, a tényleges kifizetés időpontjában veszi számításba. Ezzel magyarázható, hogy a 2001-ben ugrásszerűen növekedő beruházási kiadás csak fokozatosan jelenik meg a KSH beruházási számaiban.

2.1.3. Lakossági fogyasztás, megtakarítás és beruházás

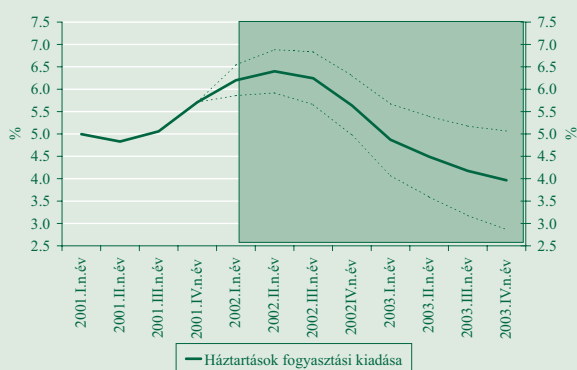
A fogyasztási kiadások növekedését 2002-ben 5,6–6,6% közé tesszük, legvalószínűbbnek a 6,1% növekedési rátát tartjuk. 2003-ban a fogyasztási kiadások növekedése várhatóan 3,6–5,2% között alakulhat, alap-előrejelzésünkben 4,4%-os növekedéssel számoltunk. A magas jövedelemnövekedéshez csak fokozatosan alkalmazkodó fogyasztás következtében a pénzügyi megtakarítási ráta 2002-ben nem csökken a növekvő lakossági felhalmozás mellett sem. A 2003-ban reáljövedelem növekedés mérséklődésével lassul a fogyasztási kiadások növekedése és csökken a pénzügyi megtakarítási ráta.

Az államháztartásból származó jövedelmek esetében előrejelzésünk a változatlan fiskális politika elvének megfelelően csak az előrejelzés készítésekor hivatalban lévő kormány további döntést nem igénylő intézkedéseinek keresleti hatását tartalmazza²². Az augusztusi *Jelentésben* már szerepeltetni fogjuk az addig ismertté váló jövedelmek fogyasztásra gyakorolt hatását, amely jelenlegi előrejelzésünknel számottevően magasabb lehet.

A háztartások fogyasztási kiadása 2002-ben meghaladhatja a februári prognózisunkat. Az előrejelzés módosulását két fő tényezőre vezethetjük vissza. Egyrészt, a KSH által 2001-re publikált GDP adatok revíziója, illetve az ismertté vált magas negyedik negyedéves fogyasztás megváltoztatta az előrejelzés induló feltételeit. Másrészt, a lakosság rendelkezésre álló jövedelmeinek növekedése előrejelzésünk szerint magasabb lesz a korábban vártnál.

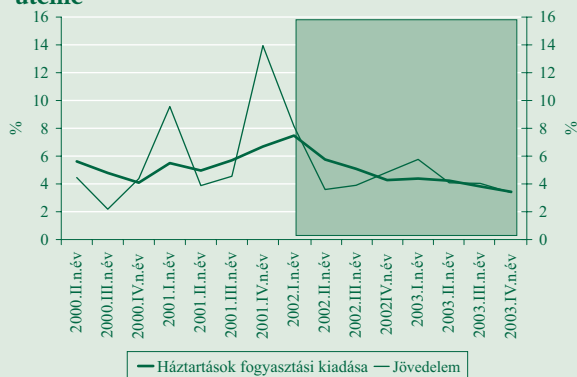
2002-es fogyasztási kiadás prognózisunk 6,1%-ra emelkedett, amelyben meghatározó tényező a 2001 első három negyedév adatainak revíziója és a kiugróan magas negyedik negyedéves fogyasztás növekedés. 2002 első negyedéves fogyasztásának magas szintjét vetíti előre a „tény-becsléshez” felhasznált indikátorok alakulása²³. A fogyasztás növekedésére hosszú távon ható tényező a bruttó keresetösszeg reálértékének alakulása.

Ábra 2-5. Fogyasztási kiadások éves növekedési üteme



A szaggatott vonallal jelzett konfidencia intervallumot a múltbéli előrejelzések hibájából számítjuk; 68% annak a valószínűsége, hogy a jövőbeni fogyasztási kiadás a kijelölt intervallumba esik.

Ábra 2-6. Fogyasztási kiadások és a rendelkezésre álló jövedelem évesített negyedéves növekedési üteme



Tábla 2-4. Megtakarítási ráták²⁴

	Megtakarítási ráták					
	Tény			Beccsítés	Előrejelzés	
	1998	1999	2000*	2001*	2002	2003
Bruttó megtakarítási ráta	15.8	12.6	12.5	12.3	13,7 – 14,3	13,3 – 14,6
Pénzügyi megtakarítási ráta	10.9	7.9	7.0	6.9	7,8 – 8,5	7,4 – 8,6
Operacionális pénzügyi megtakarítási ráta	6.7	4.4	3.7	3.9	4,8 – 5,5	4,3 – 5,5
Felhalmozási ráta	5.4	5.2	5.5	5.9	6,2 – 6,4	5,9 – 6,5

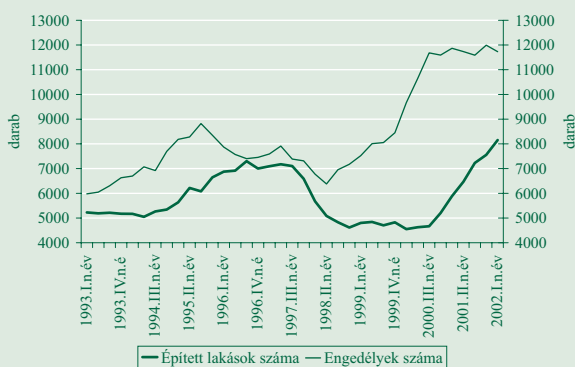
*Lakosság teljes rendelkezésre álló jövedelem csak 2000-ig áll rendelkezésre, így azt 2001-re bruttó keresetösszeg és a pénzbeni társadalmi juttatások segítségével közelítjük.

²² Az előrejelzés készítésének időpontjában hivatalban levő kormánynak döntéseit figyelembe vettük, kivéve azon törvénymódosítást előkészítő határozatokat, amelyekről az országgyűlés hatásköre dönteni (13. havi nyugdíj, családi ellátások).

²³ Ezek az indikátorok a lakossági bizalmi index és az új gépkocsi értékesítések első negyedéves adatai valamint a január-februári kiskereskedelmi forgalom alakulása. Mindhárom indikátorban javulás mutatkozik az előző negyedévhez képest.

²⁴ *Bruttó megtakarítási* ráta a pénzügyi megtakarítások plusz felhalmozási kiadások mínusz tőke-transzferok aránya a korrigált összes jövedelemhez. *Pénzügyi megtakarítási* ráta alatt a pénzügyi megtakarítások korrigált összes jövedelemhez viszonyított arányát értjük. Az *operacionális megtakarítási* ráta a pénzügyi megtakarítási rátából kiszűri a kamatokba foglalt inflációs kompenzációt. *Felhalmozási* ráta a lakosság felhalmozási kiadásainak (döntően lakás- és garázsépítés) aránya a korrigált összes jövedelemhez. A korrigált rendelkezésre álló jövedelem az összes jövedelemen kívül tartalmazza még a természetbeni társadalmi juttatást és a nyugdíjpénztári megtakarításokat is.

Ábra 2-7. Lakásépítési engedélyek és átadott lakások száma



2002-ben a versenyszektorban a lassabb nominális alkalmazkodás (lásd munkapiaci rész) miatt a reálbérek 2001-nél dinamikusabb növekedésére számítunk. Az államháztartásban a keresetek növekedése várhatóan meghaladja a versenyszférában kialakuló bérnövekedést. A magas fogyasztási kiadások irányába hat a pénzbeni társadalmi juttatások reálértékének 2001-et meghaladó növekedése is. A magas jövedelemnövekedés csak részben jelenik meg a fogyasztásban és a lakosság felhalmozási kiadásaiban (lásd később), így a pénzügyi megtakarítási ráta emelkedésére számítunk, ami konzisztens a háztartásokról feltételezett fogyasztást simító magatartással.

2003-ban a versenyszektor és az államháztartás összességében kialakuló bruttó reálkereset növekedés üteme várhatóan a 2001-es volumen alá csökken, továbbá a pénzbeni társadalmi juttatások reálértékének növekedése is mérséklődik 2001-hez képest. A mérsékeltebb jövedelemnövekedés hatására 2003-ban a fogyasztás simításának "ellenkező" oldala várható, azaz a jövedelem növekedési üteménél lassabban mérséklődő fogyasztás következtében csökken a pénzügyi megtakarítási ráta.

A háztartások jövedelem-felhasználási döntésének harmadik eleme a felhalmozási kiadások meghatározása, amelynek legnagyobb része a lakásberuházás. Előrejelzésünkben a kiadott lakásépítési engedélyek számát és a rendelkezésre álló jövedelem növekedését használtuk fel. Múltbeli tapasztalatok szerint a kiadott engedélyek körülbelül 60%-a a következő évben, 40%-a két év múlva jelenik meg az átadott lakások számában²⁵. A fentiek alapján a lakossági beruházások volumene 2001-ben 13-15%, 2002-ben 12-16%, míg 2003-ban 5% körül lehet, ami közel megegyezik a februári prognózisunkkal.

A fogyasztási kiadások előrejelzésének legnagyobb bizonytalansági tényezője továbbra is a munkapiaci alkalmazkodás mértéke. Becslésünk szerint, ha a reáljövedelmek tartósan 1 százalékponttal magasabbak az általunk előrejelzettnél, akkor a fogyasztási kiadások az első évben 0,5 százalékponttal, a második évben 0,3 százalékponttal lesznek magasabbak az előrejelzettnél.

2.1.4. Vállalati beruházások

Mind a vállalati mind a nemzetgazdasági beruházásokra vonatkozó előrejelzésünket felfelé módosítottuk az előző *Jelentéshez* képest annak ellenére, hogy a külső kereslet prognózisunk a korábbihoz képest szintjében alacsonyabb. A korábbi előrejelzésünkben szereplő 0-5% közötti csökkenéssel szemben már 2002-re is a *vállalati* beruházások kismértékű, 0-3 százalékos növekedését prognosztizáljuk. 2003-ra szintén a korábbi előrejelzésnél magasabb 4-8%-os beruházás bővülést várunk.

Mivel a vállalati szektor a nemzetgazdasági beruházások valamivel több, mint 60%-át adja, ezért a vállalati beruházás prognózisunk megváltozása a nemzetgazdasági beruházásokra vonatkozó előrejelzésünket is módosította.²⁶ A fiskális és a lakossági fejezetben ismertetett állami és lakossági, valamint a fent bemutatott vállalati beruházási előrejelzés alapján a nemzet-

²⁵ Természetesen leszámítva a meghiúsult építések számát.

²⁶ Nemzetgazdasági szinten az előrejelzésünk a GDP mérlegben szereplő állóeszköz-felhalmozásra vonatkozik. Az állóeszköz-felhalmozás és a beruházás szint értékei közötti olyan kisebb tételek okoznak eltérést, mint például a lízing, ugyanakkor a két statisztika volumenindexei csak igen kis mértékben különböznek egymástól.

gazdaság teljes állóeszköz-felhalmozása várakozásaink szerint a korábbi prognózisnál magasabban alakul.

Előrejelzésünk szerint a *nemzetgazdasági* beruházások 2002-ben 4,5 százalék, 2003-ban 6,3 százalék körül alakulhatnak. A múltbeli előrejelzési hibák alapján az előrejelzési sávot 2002-re 3-6, 2003-ban 4,3-8,3 százalék között határoztuk meg. Prognózisunk megváltoztatásában részben a 2001. utolsó negyedévi tényadat vártnál magasabb értéke, részben pedig a konjunkturális kilátások javulása játszott szerepet.

A *nemzetgazdasági* beruházások növekedési üteme 2001 első három negyedévében fokozatosan lassult. A visszaesést elsősorban a feldolgozóipari beruházások csökkenése okozta, amelyet a kedvezőtlen konjunkturális helyzettel magyarázhatunk. A külső kereslet fordulópontjának bizonytalansága, a GKI Rt. üzleti bizalmi indexének esése és a kihasználatlan kapacitások magas aránya azt mutatta, hogy 2002 első felében akár a beruházások szintbeli csökkenésével is számolnunk kell. Ezzel szemben a beruházások növekedése 2001 negyedik negyedévében a korábbi időszakhoz képest nem lassult tovább, az éves növekedési ütem 3% körül stabilizálódott. A korábbi folyamat megtorpanásában több tényező játszott szerepet. Egyrészt a szállítás, távközlés illetve az ingatlan ágazatok magas beruházási volumenei arról tanúskodnak, hogy továbbra is fennmaradt az autópálya-építés és a lakásépítések dinamikája. Az állami szektorhoz tartozó ágazatokban szintén számottevő beruházások történtek. A feldolgozóipar beruházásainak szintje ugyanakkor az utolsó negyedévben a korábban vártnál kisebb mértékben csökkent, amely arra enged következtetni, hogy a visszaesés mélypontja 2001. harmadik negyedévben volt.

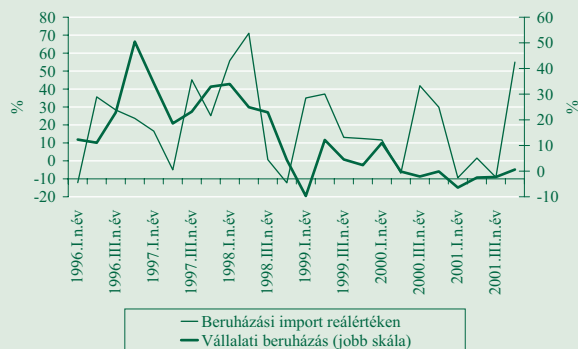
A várható *vállalati* beruházások²⁷ 2002-es megítélése a korábbinál kedvezőbb képet mutat. Korábbi előrejelzésünkben a vállalati beruházások és a külső konjunktúra szoros kapcsolata miatt azzal számoltunk, hogy a vállalatok beruházási aktivitása 2001 végén és 2002 első felében tovább csökken, és csak az év második felében indul újra növekedésnek. 2001 utolsó negyedévének tényadata ezzel szemben nem mutatott számottevő visszaesést. A beruházási konjunktúra élénkülését jelzi a beruházási import növekedése is. Javulnak a konjunkturális kilátások: a GKI üzleti bizalmi indexe 2001 végén elérte mélypontját, 2002 első negyedévében pedig már növekedett.

A Kopint-Datorg Rt. felmérése szerint a kapacitáskihasználtság szintje 2000 vége óta folyamatosan csökken, és megközelítette az orosz válság idején megfigyelt mélypontot. Ennek alapján a beruházási aktivitás rövidtávú élénkülésére a közeljövőben nem számíthatunk, a termelés bővítése a jelenlegi túlméretezett kapacitások mellett is megvalósítható. A kapacitások jövőbeni rendelésekhez mért szintjének megítélése ugyanakkor 2002 első negyedévében megváltozott: az elkövetkező hat hónapra vonatkozóan a cégek nagyobb kapacitáskihasználtsággal számolnak, mint korábban. Ha ez a tendencia tartósan bizonyul, akkor 2002 második negyedétől kezdődően már a beruházási tevékenység élénkülésével számolhatunk.

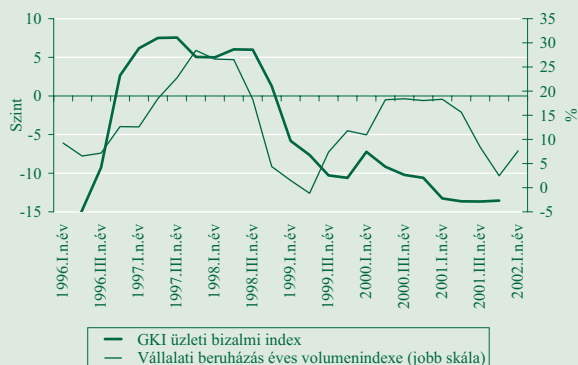
²⁷ Az előrejelzésre használt *vállalati* beruházás idősor az MNB saját becslése. A KSH egyrészt csak éves szinten közöl a teljes vállalati körre vonatkozó beruházás számokat. Másrészt, az általunk használt vállalati beruházás a KSH módszertannal szemben az autópálya-építésekhez kapcsolódó beruházásokat nem tartalmazza, mert ezeket az állami szektor beruházásainak tekintjük.

Ábra 2-8. A vállalati beruházás és a beruházási import

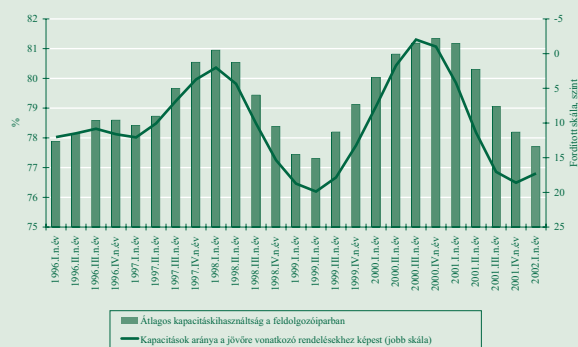
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



Ábra 2-9. A vállalati beruházás és a GKI üzleti bizalmi indexe

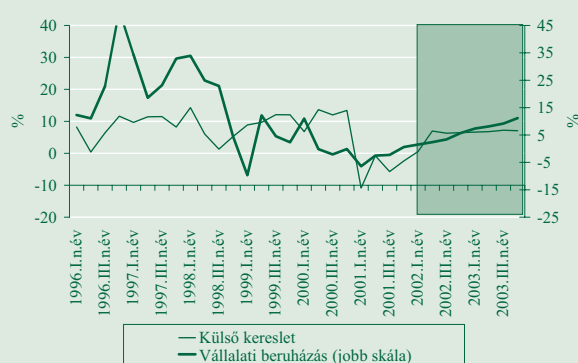


Ábra 2-10. Jelenbeli és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban



Ábra 2-11. A vállalati beruházás és a külső kereslet előrejelzése

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



2.1.5. Külkereskedelem

Az áruexport 2001. évi alakulását alapvetően a külső kereslet visszaesése határozta meg. Kisebb szerepe a forint fajlagos munkaköltség alapon vett reálfelértékelődésének is volt, a reálfolyam azonban túlnyomó részben éven túli távon fejti ki hatását. Ezért az előző *Jelentés*ben írtaknak megfelelően tavaly az exportbővülés üteme a külső keresleténél kisebb mértékben esett vissza. Összhangban a külső kereslet februárban feltételezettnél hamarabb bekövetkező élénkülésével 2002 első negyedében az eddig rendelkezésre álló adatok alapján arra következtethetünk, hogy az export- és importbővülés a korábban vártnál élénkebb.

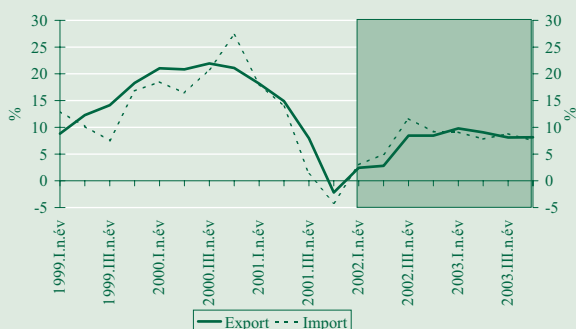
Előrejelzésünk alapján 2002-ben az export 4,5-7,0% között bővül, a legnagyobb valószínűséget az 5,3%-os növekedési ütemhez rendeljük. 2003-ban a bővülés mértéke 7,0% és 11,6% közé várható, a centrális pályán 8,8%-os növekedést feltételezünk. Az import bővülése idén 5,6-8,8% közé várható, alapelőrejelzésünk 7,2%-kal számol, 2003-ban pedig 7,0% és 10,5% között bővíthet az import, ezen sávon belül a 8,3%-os növekedés a legvalószínűbb.

A külső kereslet szintje 2002-ben alacsonyabb szintet ír le a korábbi *Jelentés*ben szereplőnél, továbbá a 2001-es reálfelértékelődés, mely 2002-ben jobban érezteti hatását, erőteljesebb volt az egy negyedéssel ezelőtt számítottnál, ami az *áruexport* éves átlagos bővülését 2002-ben a korábban előre jelzettnél valamivel alacsonyabbra tenné, viszont az első negyedévre vonatkozó információk miatt magasabb pozitív irányú kockázatokkal valószínűsítünk, így a centrális pálya körül a becslési sáv aszimmetrikus. 2003-ban a külső kereslet élénkítő, a reálfelértékelődés 2002-ből áthúzódó hatása pedig tompító hatással lesz az export bővülésére. A külső kereslet alakulása által domináltan 2003 végére azt várjuk, hogy az export szintjében eléri a korábban előre jelzett értékét, az alacsonyabb bázis miatt ezért az éves átlagos bővülés üteme a korábbi *Jelentés*ben szereplőnél csaknem 1 százalékponttal magasabb.

Az *áruimport* esetében ugyancsak egy, a februári *Jelentés*ben feltételezettnél erősebb tavalyi visszaesés rajzolódik ki, ami a nagy mértékű készletleépítéssel magyarázható. Figyelemre méltó azonban, hogy 2001 negyedik negyedében a vállalkozások beruházásainak visszaesése már nem számottevő, új előrejelzésünk alapján 2002 második negyedétől a beruházásokban már élénkülés mutatkozik. Az alacsonyabb bázisra, a várhatóan élénkebb beruházási aktivitásra, a készletfeltöltésre és a lakossági fogyasztás 2002. évi bővülésére tekintettel az idei évben az import átlagos éves növekedési ütemét a korábban adott előrejelzésnél összességében magasabbra tesszük. 2003-ban azonban a belső kereslet beruházáson túli komponenseinek növekedési üteme visszaesik, így az áruimportot inkább a külső konjunktúra gyors élénkülése tartja (egyrészt a készletfeltöltésen, másrészt az export importvonzatán keresztül) bővülő pályán. Ez a pálya azonban a korábban feltételezettnél némileg alacsonyabb éves átlagos bővülést tartalmaz.

A szolgáltatásokat illetően előrejelzéseink nem módosultak lényegesen: az idegenforgalom bevételei – a külső konjunktúra alakulásával összhangban – 2002-ben kisebb mértékben, 2003-ban már gyorsabban bővíthetnek, az idegenforgalmi kiadások viszont 2002-ben növekednek gyorsan a lakossági jövedelem bővülésével és a növekedés üteme 2003-ban várható-

Ábra 2-12. A GDP-export és -import alakulása
(növekedési ütem előző év azonos időszakához képest)



am mérséklődik. Az egyéb szolgáltatásoknál az áruforgalomnál jelentkező tendenciák érzetetik hatásukat, így 2002-ben a kiadások várhatóan gyorsabban nőnek mint a bevételek, míg 2003-ra ez a tendencia megfordulhat.

2.1.6. Külső egyensúly

A folyó fizetési mérleg hiányát 2002-ben a februári *Jelentésben* előrejelzettnél magasabbra, 1,9-2,4 milliárd euróra becsüljük. A magasabb külső finanszírozási igény elsősorban az államháztartás, de részben a magánszektor megtakarítási pozíciójának romlásával is magyarázható. Az előző évhez viszonyítva az államháztartás finanszírozási igénye a GDP arányában magasabbra várható a fiskális fejezetben leírt bázishatás és a nagyobb mértékű fiskális expanzió eredményeképpen. A GDP arányában a lakosság fogyasztása és felhalmozása némileg gyorsabban emelkedik, mint rendelkezésre álló jövedelme. A vállalkozások rendelkezésre álló jövedelme a reálfelértékelődés és a lassú munkapiaci alkalmazkodás következtében a GDP arányában csak kismértékben nő. Felhalmozási kiadásait a februári *Jelentésben* feltételezettnél jobban növelik, de ez a GDP arányában várhatóan nem okoz finanszírozási igénynövekedést az előző évhez viszonyítva.

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

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

* Konszolidált államháztartás (MNB-vel együtt) SNA deficiittől eltérően finanszírozási oldalról számítva.

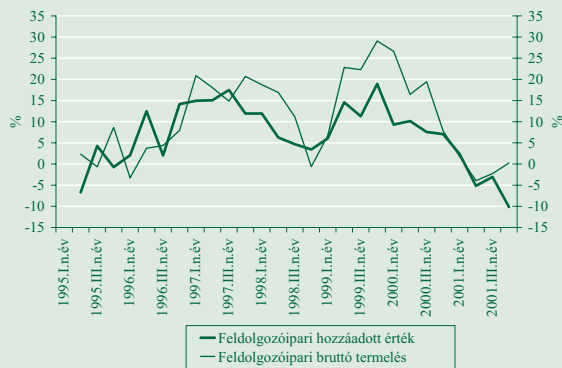
** Pénzügyi és nem-pénzügyi vállalkozások összesen. Az állami autópálya-építés kiadásai nem itt szerepelnek, hanem az államháztartás részét képezik.

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

2003-ban a folyó fizetési mérleg hiánya várhatóan kis mértékben emelkedik az idei évhez képest. A feltételezett fiskális pálya az államháztartásnál finanszírozási igény csökkenést okoz, ezt azonban meghaladja a magánszektor finanszírozási képességének csökkenése. Előrejelzésünk szerint egyrészt csökkenni fog a háztartások finanszírozási kapacitása, mert rendelkezésre álló jövedelmük a GDP arányában az előző évinél alacsonyabb szinten várható, fogyasztási és a felhalmozási kiadásait viszont csak kisebb mértékben csökkentik. Másrészt növekszik a vállalkozások finanszírozási igénye a beruházások ciklikus élénkülése miatt.

Ábra 2-13. Bruttó termelés és hozzáadott érték a feldolgozóiparban

(évesített negyedéves növekedési ütemek)



Ábra 2-14. A feldolgozóipari hozzáadott érték és a külső kereslet prognózisa

(1995 átlaga = 100)



2.2. Termelés

A feldolgozóipari hozzáadott értékre vonatkozó előrejelzésünket lefelé módosítottuk a korábbi prognózisunkhoz képest. Ebben a korábban prognosztizáltnál szintjében alacsonyabb külső kereslet, és a vártnál lényegesen alacsonyabb utolsó negyedévi bővülés játszott szerepet. 2002-ben 2 százalékos, 2003-ban 7,3 százalékos éves növekedéssel számolunk. Az előrejelzési sáv alsó illetve felső értékeit a külső kereslet forgatókönyvek alapján határoztuk meg. Ennek megfelelően „az alacsony külső kereslet” forgatókönyvben 1,5, illetve 5,7 százalékos, a „magas külső kereslet” forgatókönyvben 2,5 illetve 8,9 százalékos feldolgozóipari hozzáadott érték növekedés is megvalósulhat.

A feldolgozóipari termelés szintje várakozásainknak megfelelően 2001 utolsó negyedévében is stagnált. Nem mutatnak lényeges elmozdulást a 2002 január-februári adatok sem.²⁸

A 2001. év végi folyamatok megítélésében döntő fontosságú a feldolgozóipari hozzáadott érték 5,6%-os csökkenésének értelmezése. A negyedik negyedévben a feldolgozóipar bruttó termelés és a hozzáadott érték dinamikája jelentősen különbözött egymástól. Erre már a múltban is volt példa, ez azonban rendszerint csak átmeneti jellegű volt. Az eltérés magyarázatára jelenleg nem áll rendelkezésre elegendő információ.²⁹

A feldolgozóipari hozzáadott értékre vonatkozó előrejelzésünket lefelé módosult az előző *Jelentésünk* óta. Ennek két oka van, egyrészt a külső keresleti prognózis változása, másrészt a kiugróan alacsony negyedik negyedévi tényadat. Vizsgálataink szerint a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedése hosszú távon a külső kereslet szintje által meghatározott, ezért azzal számolunk, hogy a külső kereslet korábban prognosztizáltnál alacsonyabb szintje csak alacsonyabb hozzáadott érték elérését teszi lehetővé a feldolgozóipari vállalatok számára. A negyedik negyedévi tényadat ugyanakkor azt mutatja, hogy a hozzáadott érték a külső kereslet stagnálása ellenére csökkent. Feltételezésünk szerint ez a jelenség, amely a folyó termelő felhasználás megugrásával van összhangban, csak átmenetinek tekinthető. Ennek megfelelően előrejelzésünkben 2002-ben és 2003-ban olyan feldolgozóipari hozzáadott érték növekedéssel számolunk, amely követi a külső kereslet által meghatározott hosszú távú trendet. Ez 2002-re a korábbi prognózisunknál alacsonyabb 1,5-2,5 százalékos, 2003-ra pedig annál magasabb 5,7-8,9 százalékos éves növekedést jelent.

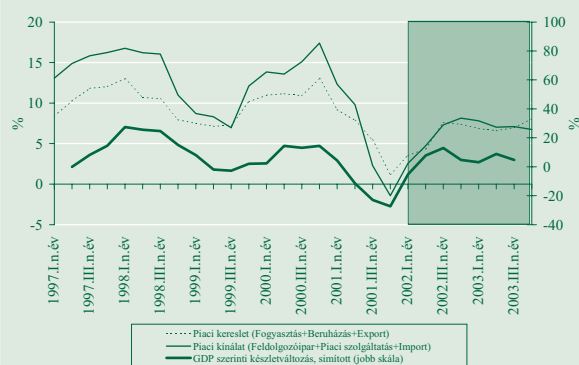
²⁸ A feldolgozóipari termelésre vonatkozó márciusi KSH adat ugyanakkor azt mutatja, hogy feldolgozóipari kibocsátás volumene már ebben a hónapban növekedésnek indult, amely mögött elsősorban a belföldi értékesítés megugrása áll. A márciusi adatnak köszönhetően a feldolgozóipari termelés az első negyedévben az általunk prognosztizáltnál jelentősebb mértékben növekedett. Az első negyedévben a termelés növekedése lényegesen meghaladta az értékesítést, amely a készletfeltöltésre vonatkozó elképzeléseinket támasztja alá. Az exportértékesítés kis mértékű bővülése összhangban áll a külső keresleti prognózisunkkal.

²⁹ A jelenség egyik magyarázata a vásárolt készletek feltöltése lehetne. Amint arról az előző Jelentésben részletesebben írtunk, a konjunkturális kilátások javulásával összhangban a vásárolt készletek növekedésére számítottunk, hiszen az elmúlt időszakban a készletszint stagnáló termeléshez igazodott. A szándékolt készletek növekedése ebben az értelemben a javuló konjunktúra és a termelés jövőbeni állfutatását is jeleznék. A vásárolt készletekre vonatkozóan jelenleg kétféle adatforrás áll rendelkezésre. A Kopint Konjunktúra felmérése a vásárolt készlet szint jelentős megugrását mutatja 2001 utolsó negyedévében. A KSH készletstatisztikája ugyanakkor a vásárolt készletek szintjének csökkenését jelzi.

A *piaci szolgáltatások* terén a negyedik negyedévi folyamatok az előzetes várakozásainknak megfelelően alakultak. A piaci szolgáltatások volumene 2001-ben 4,2 százalékkal, a feldolgozóipari hozzáadott érték növekedését lényegesen meghaladó mértékben emelkedett. A piaci szolgáltatások hozzáadott értékére vonatkozó előrejelzésünket az előző Jelentésben szereplő prognózisunkhoz képest felfelé módosítottuk. Ennek oka, hogy 2002-re a korábban vártnál magasabb fogyasztási kiadás bővülést várunk. Előrejelzésünkben ennek megfelelően, 2002-re 4,5, 2003-ban 4,0 százalék körüli hozzáadott érték növekedéssel számolunk a piaci szolgáltatások körében.

A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értékének, valamint az importnak az összegeként számolt „piaci kínálat” előrejelzésünk 2002 második negyedévtől meghaladja a piaci kereslet várható volumenét. Ennek megfelelően 2002 második felében erőteljes készletbővüléssel számolunk. Ez a készletlefutás megegyezik az előző Jelentésben várttal, és összhangban áll a konjunktúra ciklus feltételezett alakulásával (részletesen ld. februári Jelentés Aktuális kérdések fejezetében).

Ábra 2-15. A piaci kereslet* és a piaci kínálat éves növekedése**



Szezonálisan igazított adatok, a GDP szerinti készletstatisztikát 3 tagú mozgóátlaggal simítottuk.

* Piaci kereslet = fogyasztás + beruházás + export.

** Piaci kínálat = feldolgozóipari termelés + piaci szolgáltatás termelés + import.

3. Munkapiac és versenyképesség

Előző *Jelentésünkben* is bemutattuk, hogy a dezinflációs folyamat reálgazdasági költségei szempontjából kulcsfontosságú a munkapiaci alkalmazkodás mértéke és módja. Rugalmas bérezési gyakorlat esetén a vállalati szektor számottevő jövedelemcsökkenés nélkül lehet képes az új dezinflációs környezethez igazodni, és ennek következtében nem kell, hogy a dezinfláció komolyabb növekedési áldozattal járjon. Abban az esetben azonban, ha a bérek nem alkalmazkodnak rugalmasan az alacsonyabb inflációs pályához, a vállalkozások a munkaerő relatív drágulására létszámcsökkentéssel reagálhatnak, aminek következményeként a kibocsátás is visszaeshet, és így a dezinfláció növekedési áldozata is magasabb lehet.

Előző *Jelentésünkben* feltételeztük, hogy a bérnövekedés ütemének mérséklődésében megjelenő nominális alkalmazkodás a tavalyi év végi adatokban valószínűsíthető, elsősorban a nem rendszeres kifizetések csökkentésén keresztül. Ez az alkalmazkodás azonban csak részben történt meg, ugyanakkor a foglalkoztatottság visszaesése a feldolgozóiparban nagyobb volt annál, mint amit az előző *Jelentésünkben* valószínűsítettünk. A 2002. márciusig rendelkezésre álló adatok szerint a feldolgozóipar rövid bázisú nominális bérindexei gyakorlatilag a 2001 év végi szinten maradtak 2002 elején is.³⁰ Mindebből arra következtethetünk, hogy a bérezés kialakításánál a nominális árfolyam egyelőre nem játszott lényeges fegyelmező szerepet még a feldolgozóipari szektor esetében sem, ahol a nemzetközi verseny miatt a legerősebb alkalmazkodási kényszert feltételezhattunk.

A fentiek miatt - a Monetáris Tanács felkérésével összhangban - centrális pályánkban a korábban felvázoltnál lassabb, ill. elhúzódóbb nominális munkapiaci alkalmazkodással számolunk, amely több tényező együttes hatásaként állhat elő (ld. a bérinflációról szóló részt). A lassabb nominális alkalmazkodás egyben azt is jelenti, hogy a feldolgozóiparban a foglalkoztatottság csökkenése feltehetően nagyobb lesz, mint azt korábban prognosztizáltuk.

Újragondoltuk a tavalyi minimálbér-emelés hatásmechanizmusainak becslését is. Továbbra is úgy ítéljük meg, hogy a minimálbér 2001. évi emelése döntő részben pusztán egy statisztikai torzító hatást okozott a korábbi szürke jövedelmek kifehéritése révén. A piaci szolgáltatások esetében azonban megpróbáltuk megbecsülni a minimálbér-emelés tényleges bérszintnövelő hatását is, így a bérinfláció a korábban becsültnél magasabb lett.

A korábban feltételezettnél lassabb nominális alkalmazkodás magasabb béreket és nagyobb létszámcsökkenést impli-

³⁰ A piaci szolgáltatások márciusi bérindexe emelkedést mutat. A szolgáltatások havi idősora azonban igen zajos, így nehéz megítélni, hogy itt csak egyszeri kiugró értékről van-e szó.

Tábla 3-1. Összefoglaló munkapiaci adatok
(alap-előrejelzés)
változás az előző évhez képest, %

	KSH tény	2002. februári Jelentés			2002. májusi Jelentés		
	2001	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Feldolgozóipar							
foglalkoztatottság*	-1,4	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,8	0,1
bérinfláció	14,6	14,0	9,0	5,7	14,4	11,1	6,6
Piaci szolgáltatások							
foglalkoztatottság*	1,4	3,1	1,2	1,4	2,7	1,3	1,5
bérinfláció	16,8	11,3	9,5	7,0	13,7	11,2	8,5
Feldolgozóipar + szolgáltatások							
foglalkoztatottság*	0,1	1,3	0,0	1,0	1,0	-0,3	0,8
bérinfláció	15,7	12,6	9,2	6,4	14,0	11,2	7,5

* A Jelentésben a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámváltozását korrigáljuk amiatt, hogy a rendelkezésre álló adatok alapján 2001-ben a minimálbér-emelés elkerülésének egyik formája lehetett a nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak közé való átsorolás, de ez feltehetően nem jelentett változást a tényleges foglalkoztatási feltételekben.

kál. Ehhez járul még a minimálbér-emelések hatásának explicit figyelembe vétele. Mindezekre tekintettel a korábbi Jelentésünkben vázoltnál magasabb bér- és alacsonyabb létszámdinamikával számolunk mind 2002-ben, mind 2003-ban. A fenti két tényező körülbelül azonos arányban magyarázza a korábbi előrejelzésünkhöz viszonyított elmozdulást. A munkapiaci folyamatok bizonytalanságát figyelembe véve előrejelzésünk szerint a versenyszférában 2002-ben a bérinfláció 10,4-12% között, a létszámváltozás (-0,6)-0% között várható. Ezen belül legvalószínűbb pályaként 11,2%-os bérnövekedést és -0,3%-os létszámváltozást valószínűsítünk. 2003-ban prognózisunk szerint a bérinfláció 6,2-8,8% között, a létszámváltozás 0,3-1,3% között várható a versenyszférában. Ezen belül legvalószínűbb pályaként 7,5%-os bérnövekedéssel és 0,8%-os létszámnövekedéssel számolunk.

3.1. Foglalkoztatottság

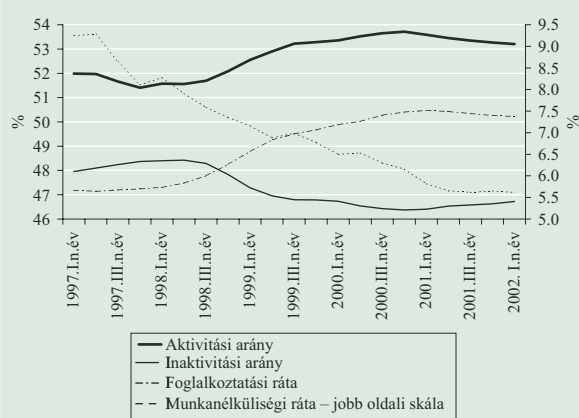
2002 első negyedében az aggregált munkapiaci mutató számok a 2001 második felében tapasztalt tendenciák folytatódását jelzik³¹. A foglalkoztatási ráta enyhén mérséklődött, miközben a munkanélküliek aránya szinten maradt. Ez a korábbi évekkal ellentétben az aktivitási ráta csökkenése, az inaktív arányának enyhe emelkedése mellett következett be. A jelzett tendenciákhoz a vállalkozások nominális alkalmazkodásának késése is hozzájárulhatott.

A 2002 elejére rendelkezésre álló havi foglalkoztatási információk alapján a két legnagyobb szektorra, a feldolgozóiparra és a szolgáltatásokra nem rajzolható ki egyértelmű tendencia 2001 végéhez képest.³² A 2001. évi számok azonban a feldolgo-

³¹ A KSH lakossági munkaerő-felmérése alapján

³² Az intézményi munkaügyi statisztikából származó havi létszám idősorok az év első néhány hónapjában a tapasztalatok szerint kiugró értékeket mutatnak. A 2002. eleji adatok a foglalkoztatottság szintjében a feldolgozóiparban felfelé, a szolgáltatásokban pedig lefelé történt elmozdulást jeleznek, de pontosabb képet csak a további adatok beérkezése után kaphatunk.

Ábra 3-1. Főbb munkapiaci mutatószámok*



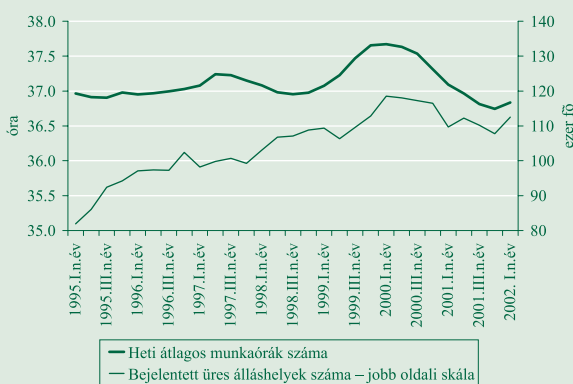
* A KSH háztartási munkaerő-felmérése. Szezonálisan igazított adatok.

zőiparban érzékelhető létszámcsökkenést mutatnak ahhoz képest, amit korábban valószínűsítettünk.³³ A vártnál nagyobb létszámcsökkenés a feldolgozóiparban, továbbá a legfrissebb bérinflációs adatok azt jelzik, hogy a nominális alkalmazkodás az előző *Jelentésünkben* felvázolt pályához képest is késik (ld. a bérinflációs részt). A tendenciák utalhatnak arra, hogy a vállalatok a nominális alkalmazkodás helyett esetleg a jövőben is nagyobb valószínűséggel választják a létszám alkalmazkodást. Ez elsősorban a - nemzetközi versenynek közvetlenül kitett - feldolgozóiparra lehet jellemző, ahol a kedvezőtlen külső konjunkturális feltételek miatt már 2000 végétől csökkent a foglalkoztatás, az előző *Jelentésünkben* felvázoltnál lassabb béralkalmazkodás pedig további létszámvisszaesést okozhat. 2002 második felétől a külső konjunkturális helyzet javulásával, valamint a nominális alkalmazkodás gyorsulásával összefüggésben már fokozatosan bővülő feldolgozóipari létszámmal számolhatunk.

A szolgáltató szektor helyzete a konjunktúra szempontjából továbbra is kedvezőnek nevezhető a magas lakossági kereslet következményeként (ld. a fogyasztás részt). A kedvező konjunkturális feltételek miatt pedig - a magas béremelkedés ellenére - a foglalkoztatottság tovább bővült a szektorban 2001 folyamán. Mivel prognózisunkban a korábbiaknál is élénkebb belső konjunkturális helyzettel számolunk, ezért itt mindkét évben stabilan bővülő foglalkoztatást valószínűsítünk. Ugyanakkor a foglalkoztatás szempontjából negatív kockázatként jelentkezhet a minimálbér-emelés általunk becsültnél esetleg erősebb hatása.

Mindezen tényezők figyelembevételével alap-előrejelzésünkben 2002-ben gyakorlatilag stagnáló, 2003-ban enyhén emelkedő foglalkoztatással számolunk a versenyszféra egészében. Prognózisunk szerint 2002-ben a foglalkoztatottság változása -0,6% és 0% között, 2003-ban 0,3% és 1,3% között várható. A jelzett sávokon belül legvalószínűbb pályaként 2002-ben -0,3%-os, 2003-ban pedig 0,8%-os létszámváltozással számolunk. Ezen belül 2002-ben közel 2%-kal csökkenő, 2003-ban stagnáló feldolgozóipari, és mindkét évben 1,5% körül bővülő szolgáltató szektorbeli foglalkoztatást prognosztizálunk.

Ábra 3-2. A fizikai foglalkozásúak heti átlagos óraszámja a feldolgozóiparban és betöltetlen üres álláshelyek a versenyszférában*



* A heti átlagos munkaóraszámok az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított, szezonálisan igazított adatok (az alapadatok forrása: KSH). Az üres álláshelyek száma az adott negyedévben beérkezett bejelentések szezonálisan igazított adata (az alapadatok forrása: Foglalkoztatási Hivatal).

3.2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség

A munkaerő tartalékokra ill. a szűkösségre vonatkozóan viszonylag kevés új információ áll rendelkezésre az előző *Jelentésünk* készítése óta. Mint azt az előző fejezetben bemutattuk, a munkanélküliek aránya 2002 első negyedévében sem változott. A feldolgozóiparban ledolgozott átlagos munkaórák száma 2001-ben csökkent, míg a 2002 első negyedévére vonatkozó információk a tendencia megfordulását valószínűsítik. Az egész nemzetgazdaságra vonatkozó betöltetlen új üres álláshelyek száma a korábbi csökkenés után 2002 első negyedévében szintén kissé emelkedett.

A ledolgozott átlagos munkaórák számának alakulása megerősítheti a konjunktúra élénkülésére vonatkozó várakozásainkat is, tekintettel arra, hogy a vállalkozások a konjunkturális változásokhoz először a munkaerő-felhasználás intenzitásának változtatásával alkalmazkodnak.

³³ Lásd a 2001. novemberi *Jelentésünket*.

3.3. Bérinfláció

Mint említettük, korábbi várakozásainkkal ellentétben a 2001. év végi nem rendszeres kifizetésekben nem indult meg a vállalatok nominális alkalmazkodása az új inflációs pályához, s a bérdinamika a 2002. januári adatok alapján sem látszik csökkenni. A teljes versenyszférán belül a feldolgozóipari rövid bázisú bérintékek stagnáltak 2002 elején, míg a piaci szolgáltatások esetében a havi adatok zajosságuk miatt nem adnak módot egyértelmű következtetés levonására.

A nominális alkalmazkodás elmaradásának magyarázatára többféle hipotézis képzelhető el. Az azonban világos, hogy a sávszélesítés és a kedvezőtlen külső konjunkturális feltételek következtében erősebb alkalmazkodási kényszer elsősorban a feldolgozóiparra lehetett jellemző. A szolgáltatások esetében az élénk belső kereslet valószínűleg továbbra is kedvező konjunkturális feltételeket biztosított.

A nominális alkalmazkodás hiányának magyarázatára vonatkozó hipotézisek a defláció reálgazdasági költségei szempontjából érdekesek. A fő kérdés az, hogy a vállalati nominális alkalmazkodás hiánya 2001 folyamán milyen mértékben társult romló jövedelmezőséggel. Számottevően nem romló vállalati jövedelmezőség esetén nincs szükség arra, hogy a korábbiaknál erőteljesebb létszám alkalmazkodással számoljunk, hiszen a vállalatok nincsenek alkalmazkodási kényszerben. Érzékelhetően romló jövedelmezőség esetén azonban a vártnál magasabb bérintékek nagyobb létszámcsökkentésre készítetik a vállalatokat, ha a defláció előtti profitabilitás helyreállítására törekednek. A nominális alkalmazkodás hiányára megfogalmazott munkapiaci hipotéziseink az alábbiak lehetnek:

Relatív bérszintek hatása

Egy lehetséges magyarázat szerint a bérmegállapodásokban a munkavállalók relatív bérhelyzetüket is figyelembe veszik a bérszerződéseknél, aminek következtében az igen magas államháztartási bérnövekedési ütem a versenyszféra bérnövekedését is erősítette. Ennek a magyarázatnak azonban némileg ellentmond, hogy eddigi ismereteink szerint a magyar munkapiacot decentralizált béralkuk jellemzik, ahol a munkavállalók alkupozíciója viszonylag gyengének tekinthető.

Szűk keresztmetszetek

A magas nominális bérintékekre egy további magyarázatot jelenthetnek a szűk munkapiaci keresztmetszetek. A feldolgozóipar esetében ez a probléma általában nem lehet releváns, hiszen mind a konjunkturális, mind a versenyképességi mutatók azt tükrözik, hogy összességében inkább kapacitásfeleslegekről beszélhetünk, mint szűköségekről. Elvileg elképzelhető lenne, hogy általában kapacitásfeleslegek vannak, bizonyos – elsősorban magasán kvalifikált – szegmensekben azonban szűköségeket jelentkeznek. Ilyen esetben a szűkös szegmensek bérnövekedési üteme nyomást gyakorolhat az általános bérszínvonalra is. A feldolgozóipari létszámadatok szektorális vizsgálata azonban azt mutatja, hogy a létszámcsökkenés, s így a kapacitásfelesleg a feldolgozóiparban általános jelenség, tehát strukturális magyarázatok helyett sokkal inkább konjunkturális és versenyképességi hatások befolyásolják a feldolgozóipari munkapiacot.

A piaci szolgáltatások esetében azonban a kedvező konjunkturális helyzet és a dinamikusan bővülő foglalkoztatottság miatt feltételezhetjük, hogy a magas bérnövekedési ütem mögött bizonyos munkaerőcsoportok szűkös rendelkezésre állása is lehet a magyarázat.

Minimálbér hatása

Nem tekinthetünk el a 2001-2002 folyamán bekövetkezett, nominálisan összesen közel 100%-os minimálbér-emelés hatásától sem. Ez azokban a szektorokban, ahol effektív volt, béremelő tényezőként hatott közvetlenül, valamint közvetetten az alacsonyan és a magasán képzett munkaerő bérszint arányainak helyreállítási kényszere miatt.³⁴ A minimálbér növekedésének bérszint emelő hatása sem magyarázza meg azonban a feldolgozóipari bérek magas dinamikáját, hiszen ismereteink és számításaink szerint a 2001. évi minimálbér-emelés a feldolgozóipar aggregált szintjén nem volt effektív.

Mérleg csatorna hatás

A sávszélesítés a vállalatok jövedelmezőségét két fő csatornán keresztül befolyásolta: a külkereskedelmi csatornán és az ún. mérleg csatornán keresztül. Az előbbi a csökkenő export árbevételén keresztül, az utóbbi pedig a vállalatok tőkeáttételén keresztül hatott azok jövedelmezőségére. Lehetséges, hogy a sávszélesítés óta bekövetkezett árfolyam felértékelődés kevésbé rontotta a vállalatok jövedelmezőségét, mint azt pusztán a reálárfolyamok felértékelődése (külkereskedelmi csatorna) alapján gondolhatnánk. Mivel az export értékét előállító vállalatok túlnyomórészt nettó devizaadós pozícióval rendelkeznek, ezért a felértékelődés a mérleg csatornán keresztül tompíthatja a csökkenő export árbevétel jövedelmezőségrontó hatását. Mindennek következtében elképzelhető, hogy a vállalati szektorban nem volt olyan erős alkalmazkodási kényszer, amely a bérkifizetések visszafogását idézte volna elő.

Összegzés

A fenti magyarázatok közötti választáshoz egyelőre nem áll rendelkezésünkre elegendő mennyiségű információ. A valóságban feltehetőleg a fentiek valamely kombinációja tekinthető érvényesnek, s az is joggal feltételezhető, hogy a feldolgozóipar és a szolgáltatások jövedelmezősége igen eltérően alakulhatott az elmúlt évben. Számos érv hozható fel emellett, hogy a fenti hipotézisek eredőjeként a feldolgozóiparban a vállalati jövedelmezőség nem elhanyagolható mértékben romlott. Egyrészt a mérleg csatorna érvényessége számításaink szerint a deviza eszközök és tartozások eltérő lejáratú struktúrája miatt nagy valószínűséggel a felértékelődést követően csak körülbelül egy év után javíthatná a vállalati jövedelmezőséget. Másrészt a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam azt mutatja, hogy 2001-ben mintegy 9%-os reálfelértékelődés valósult meg a feldolgozóiparban, kedvezőtlen külső konjunkturális feltételek mellett. A piaci szolgáltatások esetében azonban nincs okunk – a minimálbér-emelés ellenére sem – romló vállalati jövedelmezőséget feltételezni az igen magas fogyasztási kereslet miatt.

³⁴ Lásd Kertesi-Köllő (2002) "Labor Demand with Heterogenous Labor Inputs after the Transition in Hungary, 1992-1999 and the Potential Consequences of the Increase of Minimum Wage in 2001 and 2002", ACE Project Report, kézirat

A feldolgozóipar esetében a romló vállalati jövedelmezőség hipotézisét elfogadva arra következtethetünk, hogy a vártnál lassabb nominális alkalmazkodás az előző *Jelentésünkben* prognosztizáltnál némileg erőteljesebb létszámcsökkenéssel jár együtt, míg a szolgáltatásoknál továbbra is kedvező munkaerő-keresleti feltételekkel számolhatunk.

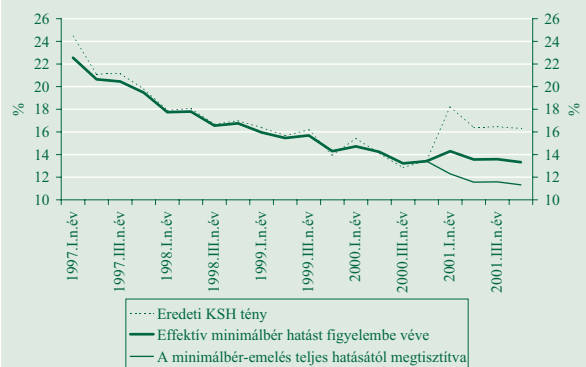
A béralkalmazkodás kulcsfontosságú volta miatt arra törekedtünk, hogy a minimálbér-emelés esetleges bérszintemelő és foglalkoztatottság-mérséklő hatását is figyelembe vegyük azokban a szektorokban, ahol az emelés effektívnek bizonyult. Statisztikai vizsgálataink megerősítették azt a korábbi feltevést, hogy a 2001. évi minimálbér-emelés a feldolgozóipar aggregált szintjén nem volt effektív. A piaci szolgáltatásoknál azonban számításaink szerint körülbelül 2 százalékpontos tényleges többlet bérdinamika növekedést okozhatott ez az intézkedés. A számítás alapján ez utóbbi szektorban a magasabb bérdinamika ceteris paribus mintegy 1%-os foglalkoztatás csökkenést eredményezett. A minimálbér hatásának pontosabb becslésével tehát felülvizsgáltuk a piaci szolgáltatások 2001-re becsült bérinflációját. A korábbiaknál magasabb bérinfláció pedig a teljes versenyszektor 2001. évi becsült bérinflációját is megemeli a korábbi módszer szerint adódó mintegy 13%-ról 14%-ra (a KSH által publikált átlagkeresetektől adódó növekedés ugyanakkor 15,7%).³⁵

A minimálbér hatás figyelembevétele önmagában mintegy 1 százalékponttal emeli a versenyszféra 2002. évi bérindexeit az előrejelzési horizonton, a vártnál lassabb nominális alkalmazkodás pedig további hasonló mértékű növekedést eredményez. Új előrejelzésünk szerint a bérindexek markánsabb csökkenése csak 2002 második felétől érzékelhető a feldolgozóiparban. A piaci szolgáltatások esetében viszont a minimálbér hatás figyelembevétele miatt nominális alkalmazkodás inkább csak 2003-ban valószínűsíthető. Prognózisunk szerint így 2002-ben a versenyszféra bérinflációja 10,4% és 12% között várható. Ezen belül legvalószínűbb pályaként 11,2% körüli bérinflációval számolunk, ami 2 százalékpontos emelkedés az előző előrejelzésünkhöz képest. Az emelkedés tehát fele részben a vártnál lassabb nominális alkalmazkodás és fele részben a minimálbér hatásának figyelembevétele miatt áll elő. Mivel a konjunkturális feltételek az előző előrejelzésünkhöz képest várhatóan kedvezőbbek 2003-ra, így az erre az évre vonatkozó bérprognózisunk is emelkedett. Előrejelzésünk szerint 2003-ban a versenyszféra bérinflációja 6,2% és 8,8% között várható, ezen belül pedig legvalószínűbb pályaként 7,5%-os bérinflációt valószínűsítünk a korábbi 6,4%-kal szemben.

³⁵ Eredményeink némileg konzervatívabb becslések a már korábban hivatkozott Kertesi-Köllő (2002) tanulmányánál, ahol a szerzők a versenyszféra egészére 1,5%-os bér és 2,5%-os létszámhatást becsülnek a 2001. évi minimálbér emelés következményeként.

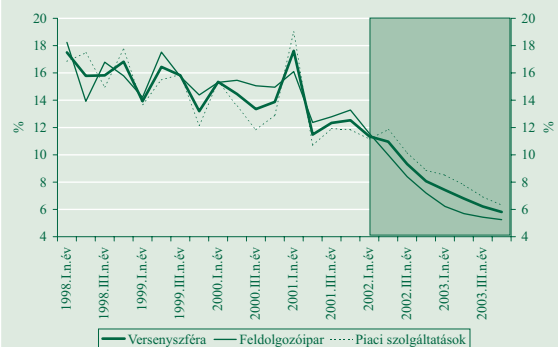
Ábra 3-3. A piaci szolgáltatások bérinflációjának becslése

(változás az előző év azonos negyedéhez képest)



* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított éves változás.

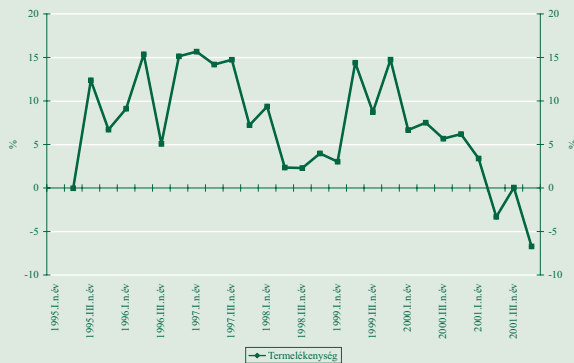
Ábra 3-4. A bérinfláció prognózisa (évesített negyedéves növekedési ütemek)



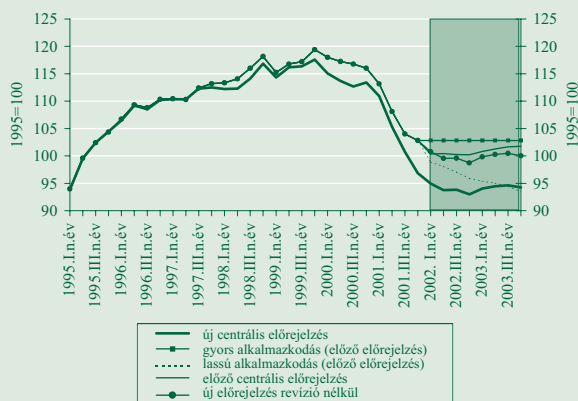
* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított változás.

Ábra 3-5. A feldolgozóipari termelékenység alakulása

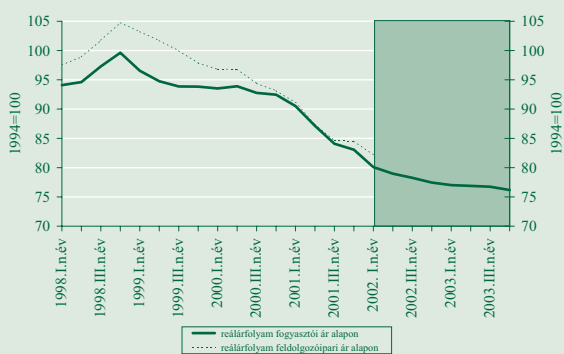
(évesített negyedéves növekedési ütemek)

**Ábra 3-6. A fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam szintjének alakulása a feldolgozóiparban**

(1995=100)

**Ábra 3-7. Ár alapú versenyképességi mutatók**

(1994=100)



3.4. Termelékenység és versenyképesség

A feldolgozóipari bérköltség alapú versenyképesség 2001 folyamán nagyobb mértékben értékelődött fel, mint azt előző Jelentésünkben prognosztizáltuk. Ennek részben a nominális alkalmazkodás hiánya, elsősorban azonban a 2001 utolsó negyedévében visszaesést mutató feldolgozóipari hozzáadott érték az oka. (ld. a Termelés fejezetet) Az új hozzáadott érték adat következményeként, a 2001 eleje óta stagnáló feldolgozóipari termelékenység, 1,7%-kal (évesítve 6,7%-kal) esett vissza a negyedik negyedévben az előző negyedévhez képest.

Ez a visszaesés azt is jelenti, hogy a negyedik negyedévben a feldolgozóipar fajlagos munkaköltsége, mintegy 5%-kal magasabb lett az általunk korábban prognosztizáltnál, ami a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam 2001 negyedik negyedéves indexében is tükröződött.³⁶ Mindezek következtében a korábban prognosztizált reálárfolyam pályánál az új adat 2001 negyedik negyedévére kb. 6%-kal felértékeltebb helyzetbe került.

Prognózisunk szempontjából a 2002-2003-ra vonatkozó fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam pálya felértékeltebb helyzetbe került az előbbieken említett, 2001 negyedik negyedéves igen alacsony hozzáadott érték adat miatt. A reálárfolyam szintje az új alapelőrejelzés szerint, 2003 végére nagyjából a korábbi negatív forgatókönyv szintjére kerül. A reálárfolyam éven belüli dinamikája azonban – a korábbiaknál lassabb nominális alkalmazkodás ellenére – nem változott számottevően. Ennek két fő oka van. Egyrészt a hozzáadott érték visszaesését átmenetinek tekintettük (ld. a termelés fejezetet), másrészt most a korábbiaknál nagyobb létszám csökkenéssel számolunk. A 2001 utolsó negyedévi adat bázishatása miatt, azonban a 2002-es éves átlagos felértékelődés mértéke 2 százalékponttal magasabb lett. Így 2002-2003-ra együttesen 8-9% körüli reálfelértékelődést valószínűsítünk.

A termékár alapú reálárfolyamok előrejelzése szoros kapcsolatban van az inflációs előrejelzésünkkel, hiszen az iparcikk árak előrejelzése és az árfolyam begyűrűzésének vizsgálata implicit módon, egy külkereskedelmi versenyképességen alapuló ár alapú reálárfolyam koncepciót tartalmaz. Továbbá a piaci szolgáltatások előrejelzése a piaci szolgáltatások és az ipari termékek egyensúlyi árányán keresztül egy további reálárfolyam koncepciót használ.³⁷ Tehát az ipari termékek előrejelzése egy feldolgozóipari ár alapú reálárfolyam koncepcióval, a piaci szolgáltatások előrejelzése pedig egy fogyasztói ár alapú reálárfolyam koncepcióval áll szoros kapcsolatban.

2001 folyamán a fogyasztói és a feldolgozóipari ár alapú reálárfolyam 7,5 ill. 8,8%-kal értékelődött fel az előző évhez képest. A nagyobb feldolgozóipari ár alapú reálfelértékelődés azonban bázishatásnak tulajdonítható. Ábránkon jól látható, hogy a sávszélesítésre a feldolgozóipari árak jelentősebb csökkenéssel reagáltak, mint a fogyasztói árak, így 2001-végére a feldolgozóipari ár alapú reálfelértékelődés lassult, miközben a

³⁶ Ezt a hatást némileg tompította a külföldi fajlagos munkaköltségek korábbi adataink revíziója.

³⁷ A reálgazdasági előrejelzés pedig egy harmadik mutató, a feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam elemzésén alapul.

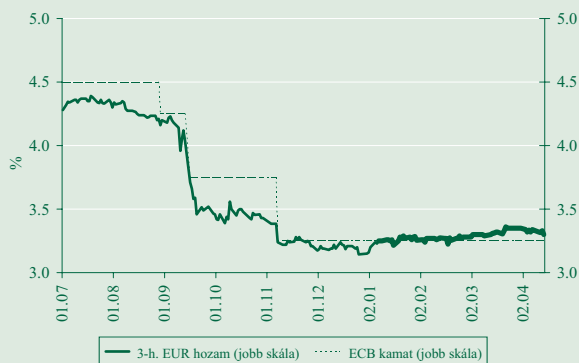
fogyasztói ár alapú reálárfolyam felértékelődési dinamikája nem csökkent számottevően.

Mivel előrejelzésünk csak 2002 második felétől számol érzékelhető nominális alkalmazkodással, így 2002 folyamán további 9% körüli reálfelértékelődést várunk *fogyasztói árindex alapon* az előző évhez képest, 2003-ra azonban a reálfelértékelődés üteme 2,5%-ra lassul.³⁸

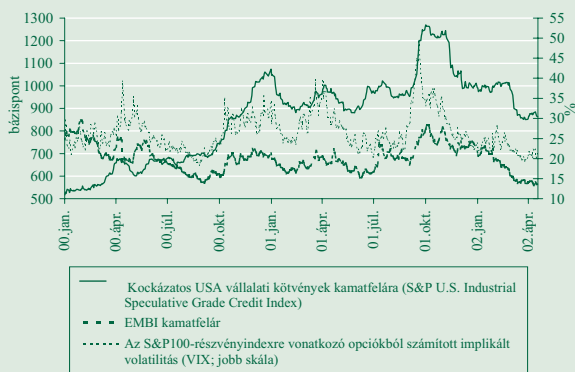
³⁸ Mivel az ipari árakra nem készítünk számszerű előrejelzést, ezért előrejelzési szempontból csak a fogyasztói ár alapú reálárfolyamot értékeljük.

4. Monetáris folyamatok

Ábra 4-1. Az EKB irányadó kamata és az eurózóna rövid kamatok



Ábra 4-2. Globális kockázati mutatók



Ábra 4-3. Magyar márkakötvények kamatfelára



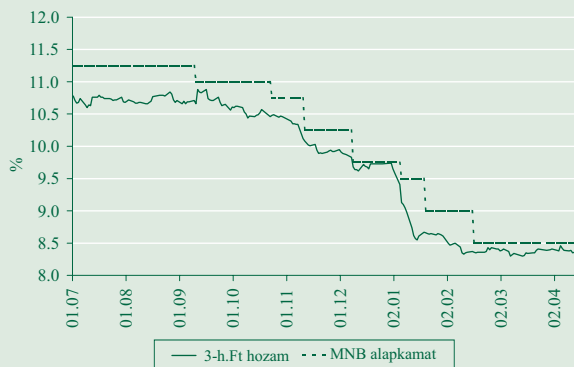
4.1. Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés

Az Európai Központi Bank tavaly november óta nem változtatott irányadó kamatain. Az év eleji, vártnál magasabb euróövezet inflációs adatok már januárban a kamatemelési várakozások erősödéséhez vezettek. Február vége-március során átmenetileg erőteljesebb EKB kamatemelést is vártak a piaci szereplők, ami azonban áprilisra mérséklődött: az április 24-i három hónapos Euribor opciók alapján június végéig 25 bázispontos emelést vár a piac.

A magyarországi befektetésektől elvárt kockázati prémium nem kizárólag a magyarországi események, gazdasági folyamatok függvényében változik. A kockázati prémium nagyságát befolyásolja a tágabb értelemben vett feltörekvő piacok, valamint a fejlett piacok kockázatos eszközei irányában megmutató általános nemzetközi befektetői érdeklődés alakulása is. Elemzésünkben ezért a Magyarország-specifikus mutatókon túl figyelmet szentelünk a globális kockázati megítélés mutatószámainak is. Ezek közül a feltörekvő piaci eszközök iránti befektetői érdeklődést jelző EMBI kamatfelárát, illetve a fejlett országok kockázatosabb eszközeinek megítélését tükröző amerikai vállalati kötvény kamatfelár-indexet, és az amerikai részvénypiaci tőzsdeindex-opciók implikált volatilitását kíséreljük figyelemmel. Ezek a mutatók 2002 első negyedévében egyöntetűen a kockázatosabb befektetési eszközök iránti kereslet élnkülését jelezték.

A szeptemberi eseményeket követő átmeneti kockázatkerülőbb befektetői magatartás 2002 első negyedévében megváltozott, a nemzetközi befektetők kockázat-vállalási hajlandósága a másfél évvel korábbi szintre növekedett. A fejlett piaci "kockázati étvág" növekedése jól látható az amerikai vállalati kötvény kamatfelárak 2002 eleji hirtelen csökkenésén. A "kockázati étvág" növekedése a tőzsdeindex-opciók implikált volatilitás-csökkenésén is jól érzékelhető. A fejlett piaci kockázatvállalási hajlandóság növekedésében kulcsszerepe volt a 2002. I. negyedév végén napvilágot látott egyre több pozitív adatnak, amelyek mind az amerikai, mind a világgazdasági dekonjunktúra végének közeledtét, a gazdaságok élnkülését jelezték.³⁹ A növekedési kilátások javulásával újra vonzóvá váltak a kockázatosabb vállalati befektetési eszközök. A feltörekvő piaci kockázatvállalási hajlandóságot mutató EMBI szu-

³⁹ Felfelé korrigált végleges IV. negyedéves amerikai GDP-adat, a várakozásokat jelentős mértékben meghaladó feldolgozóipari és nem-feldolgozóipari termelés-növekedés, autóeladások jelentős növekedése, stb.

Ábra 4-4. Jegybanki irányadó kamatok és a rövid piaci hozamok

rén kamatfelár szintén csökkent az elmúlt háromnegyed évben Mindez a nemzetközi befektetők általános kockázat-vállalási hajlandóságának növekedését jelzi.

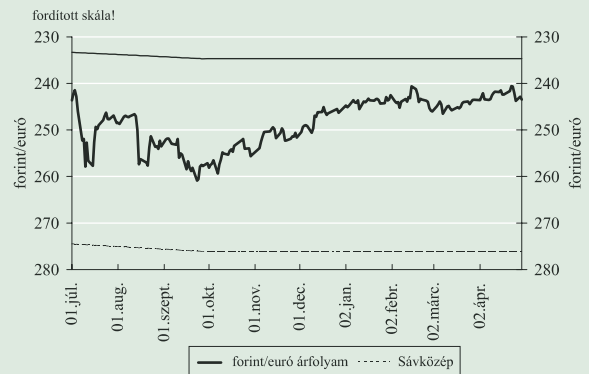
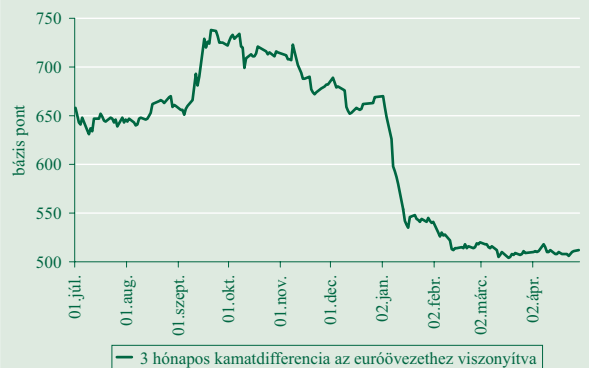
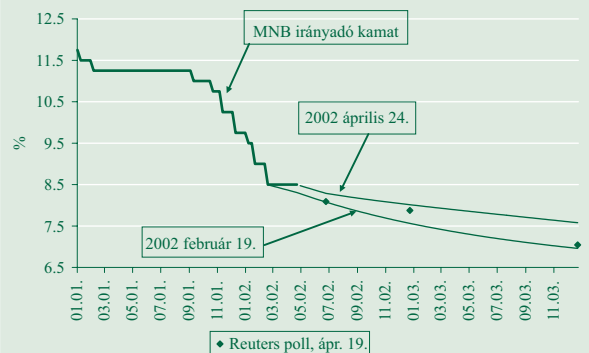
Az eredetileg német márkában kibocsátott magyar devizakötvények felára 2002 első negyedévében összességében nem csökkent nagymértékben. A nagyobb csökkenés elmaradása nem ellentétes a várakozásainkkal. Noha 2002 I. negyedévében okozhatott némi átmeneti bizonytalanságot a fizetési mérleg korrekciója, majd pedig a parlamenti választások, a szuverén kamatfelár szinten maradásának elsődleges oka valószínűleg a prémium nemzetközi összehasonlításban is alacsonynak tekinthető szintje. Az EMBI kamatfelár csökkenésének idején a magyar devizakötvények kamatfelára történelmi mélypontot ért el. A jelenlegi magyar kamatfelár így már most alacsonyabb, mint pl. a görög kötvényeké volt a monetáris uniós csatlakozást közvetlenül megelőző időszakban⁴⁰, és megközelíti a monetáris uniós tagországok kamatfelárának 10-40 bázispont közötti szintjét.

4.2. Kamat és árfolyamalakulás

Az MNB 2002. február 19-ét követően nem változtatott 8,5%-os irányadó kamatán. A forint és euró rövid kamatok különbsége február óta 500 bázispont közeli szinten maradt. A februári 50 bázispontos kamatcsökkentés után megállt a forint korábban tapasztalt felértékelődése, és az árfolyam kisebb átmeneti kilengésekkel a 240-245 forint/euró sávban mozgott. A Reuters által áprilisban megkérdezett elemzők az április közepi erős árfolyamszint fennmaradását vetítik előre, a januári felméréshez hasonlóan

A jegybanki kamat jövőbeni alakulására vonatkozó várakozásokról a hozamgörbéből származtatott forward hozamok, valamint a Reuters piaci szereplők körében végzett felmérése adnak képet. Az ábrán látható, hogy a piaci szereplők áprilisban is a kamatcsökkentések folytatódását várták, azonban februárhoz képest már lassabb ütemben. Az áprilisi hozamgörbe alapján az év végéig már csak 50 bázispontos csökkentést vártak a piaci szereplők. A kamatcsökkentési várakozások méréséklődésére utal a Reuters április 19-i felmérése is: eszerint a megkérdezett piaci elemzők 2002 végére átlagosan 7,9%-os

⁴⁰ 1999 negyedik negyedévében 90-120 bázispont között ingadozott.

Ábra 4-5. A forint árfolyama**Ábra 4-6. 3 hónapos kamatkülönbség az euróövezethez viszonyítva****Ábra 4-7. A jegybanki irányadó kamat és kamatvárakozások a hozamgörbe és a Reuters felmérése alapján****Ábra 4-8. A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyamvárakozások**

jegybanki kamatot vártak, ami szintén magasabb a februári felmérés eredményénél. A kamatcsökkentési várakozások mérséklődése mögött feltehetően az inflációs várakozások február közepétől megfigyelhető – a hosszabb lejáratú hozamokra is hatást gyakorló – emelkedése állt. Mindezzel részletesebben foglalkozunk a 4.4. fejezetben.

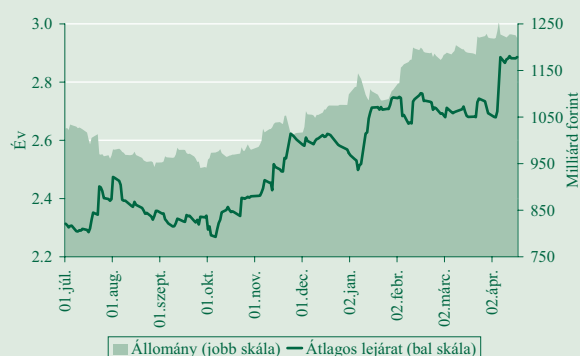
4.3. Tőkeáramlások

A 2002. januári, februári adatok alapján nem változott a bank rendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete. Januárban a magasabb folyó fizetési mérleg hiányt, februárban a vállalatok nettó külföldi devizabevonását ellensúlyozták a külföldiek portfólió befektetései.

A januári nagyobb folyó fizetési mérleg-hiányt nagymértékben ellensúlyozta a nem kamaterzékeny tőkebeáramlás: a működőtőke-beáramlás mellett – az elmúlt évre nem jellemző módon – jelentősek voltak a külföldiek részvénybefektetései is. A februári folyófizetési mérleg-hiánnyal szemben azonban kizárólag kamaterzékeny tőkeáramlás állt: a külföldiek nettó portfólió befektetései mellett a háztartások és vállalatok devizabetét-csökkenése generált forintkeresletet.

A vállalatok nettó külföldi devizapozíciója januárban számottevő, februárban kiugró mértékben javult. A javulás nagy részét – az utóbbi évre nem jellemző módon – a befektetési alapok külföldi kibocsátású értékpapír-vásárlásai, illetve külföldi folyószámlán elhelyezett eszközeinek növekedése adták.⁴¹ Emellett

Ábra 4-9. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárat



Tábla 4-1. A forintkereslet és -kínálat összetevői a devizapiacra* milliárd forint

	2001				2002	
	I.n.év	II.n.év	III.n.év	IV.n.év	január	február
I. Korrigált folyó fizetési- és tőkemérleg (1+2-3)	-52	-124	79	-97	-102	-48
1. Folyó fizetési mérleg	-63	-195	71	-131	-95	-48
2. Tőkemérleg	15	39	23	16	4	1
3. Konszolidált államháztartás devizaegyenlege	3	-32	14	-19	11	1
II. Közvetlen tőkebefektetések (privatizációs bevételek nélkül)	126	179	108	155	46	-6
III. Belföldi devizabetétek konverziójából fakadó forintkereslet (1+2)	-27	-15	-6	-111	-23	54
1. Vállalatok	-19	-21	2	-64	-37	42
2. Háztartások	-8	6	-8	-47	13	11
IV. Nettó portfólió befektetések (1+2+3)	90	212	-134	85	70	92
1. Állampapír	90	196	-79	136	30	80
2. Részvény	6	-10	8	-15	12	0
3. Forintbetét	-6	26	-62	-36	28	12
V. Vállalati devizahitel (1+2)	-81	-128	-44	-62	-26	-122
1. Belföldi	-7	5	19	-12	15	11
2. Külföldi	-74	-134	-63	-50	-41	-133
VI. Egyéb hitelintézetek forintkereslete	12	37	50	99	1	-1
VII. Egyéb	43	18	20	132	32	26
VIII. Bankrendszeren kívüli szereplők nettó forintkereslete (I+...+VII)	112	178	73	201	-1	-5
IX. Jegybanki devizavásárlás	178	165	47	40	0	0
X. Bankok mérleg szerinti hosszú deviza pozíciójának változása (VIII-IX)	-65	13	26	161	-1	-5

* Pozitív érték a forint keresletet, a negatív forint kínálatot jelent.

⁴¹ A fizetési mérleg statisztika a nem-pénzügyi vállalatok mellett a befektetési alapok külföldi befektetéseit is a vállalatok külföldi devizahitelei sorban tünteti fel. A befektetési alapok külföldi befektetései januárban 29, februárban 74 milliárd forinttal nőttek.

a nem-pénzügyi vállalatok részéről folytatódott a külföldi devizahitelek törlesztése – nagyobb részt saját devizaforrásból.

Mindebből azonban nem lehet a vállalati szektor beruházási keresletének csökkenésére következtetni, mivel a szektor belföldi bankrendszerrel szembeni nettó forint tartozása 150 milliárd forinttal nőtt ugyanebben az időszakban. Ez azonban elsősorban a forintbetétek leépítésének, nem pedig új hitelfelvetelnek köszönhető.

Január-februárban a külföldiek nettó portfólió befektetései kiugró mértékben megnöttek. A külföldiek jelentősen növelték állampapír-állományukat. A KELER letéti statisztika szerint ez a tendencia március-áprilisban folytatódott. Április közepén szignifikánsan megnövekedett a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átlagos lejáratát, ami elsősorban az 5 éven túli lejáratú papírok iránti megnövekedett keresletet tükrözi. A januári részvény-befektetések mellett nőttek a külföldiek forintbetétei is.

Január-februárban a háztartások a korábbi időszakokra nem jellemző mértékben csökkentették devizabetéteiket, ez azonban valószínűleg csak a tavalyi év végi euróbevezetés miatti betétnövekedés korrekciója.

A bankok teljes devizapozíciója január-februárban nem változott nagymértékben. A márciusi átmeneti csökkenés után, április végére azonban már ismét 50 milliárd forintnak megfelelő hosszú devizapozíciót (követelést) tartottak fenn. Ugyanakkor január végéhez viszonyítva számottevően mérsékelni tudták mérleg szerinti hosszú devizapozíciójukat.

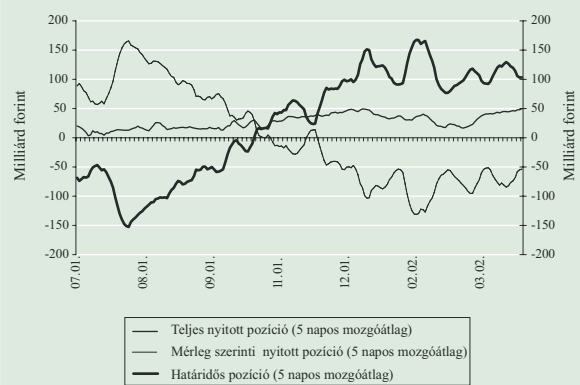
4.4. Hosszú lejáratú hozamok

Előző *Jelentésünkben* 2002. január végéig követtük nyomon a hozamgörbe elmozdulásait. Az azóta eltelt időszakban az éven túli lejáratú hozamok lejáratától függően 20-50 bázisponttal emelkedtek. A legnagyobb emelkedés a 3-5 éves lejáratú szegmensben volt megfigyelhető.

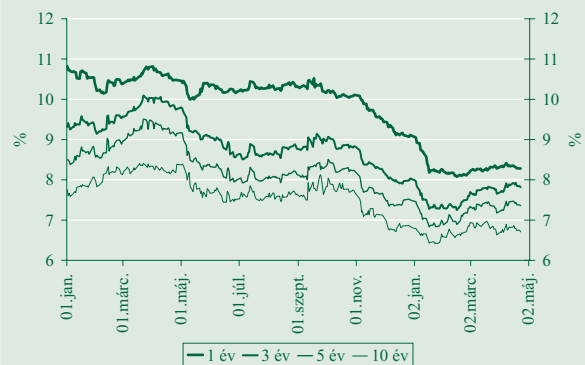
Felmerül a kérdés, hogy mi válhatta ki a hosszabb hozamok emelkedését. Mint azt a 4.1. fejezetben leírtuk, a globális kockázati megítélés január óta inkább javult, mint romlott. A leértékelődési várakozások 1-2 éves horizonton nem változtak. Jelentős emelkedés volt ugyanakkor megfigyelhető a hosszabb lejáratú euró hozamokban, amelyek háttérben az ECB jövőbeli kamatemeléseire vonatkozó várakozások felerősödése állt (ld. 4.1. fejezet). Ez az emelkedés február végén kezdődött és március végéig a magyar hozamemelkedéssel nagyjából megegyező, 20-50 bázispontos mértékű volt. A hosszú lejáratú forint hozamok február-márciusi emelkedésének egy részét tehát a hosszú euróhozamok emelkedése magyarázta.

Április elejétől az euró hozamok már nem nőttek, miközben a forint hozamok emelkedése folytatódott. A származtatott forward hozamok pályája január és április közepe között Magyarországon erőteljesebben tolódott felfelé, mint az eurózónában. A két pálya különbsége áprilisban a januárihoz képest a következő 3-4 évre lassabb várt kamatkonvergenciát jelez, ami összefüggésben lehet az inflációs kilátások romlásával. Hosszabb távra (6-15 év) ugyanakkor valamelyest csökkent a forward hozamok különbsége, ami arra utal, hogy a piaci szereplők szerint az eurózóna tagság valószínűsége nőtt.

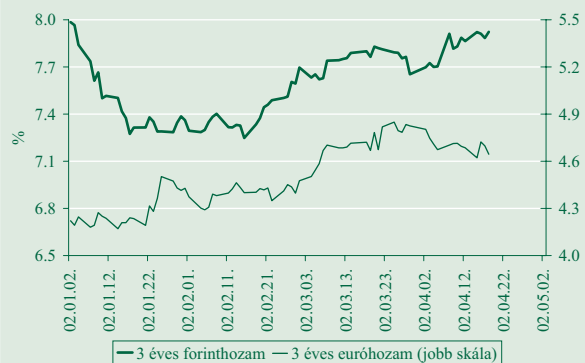
Ábra 4-10. Kereskedelmi bankok deviza nyitott pozíciójának alakulása (MFB nélkül)



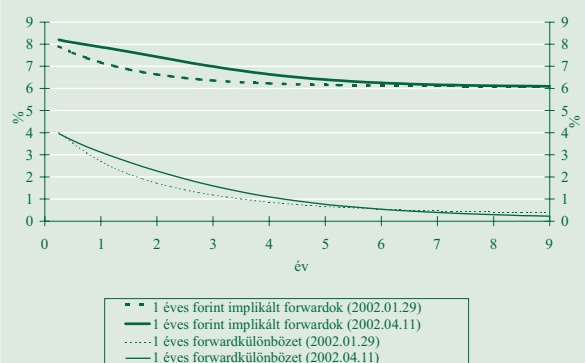
Ábra 4-11. Zéró-kupon hozamok különböző lejáratokon



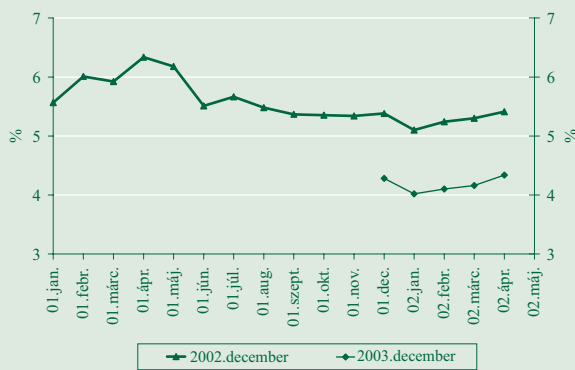
Ábra 4-12. 3 éves forint- és euróhozamok 2002 januárjától



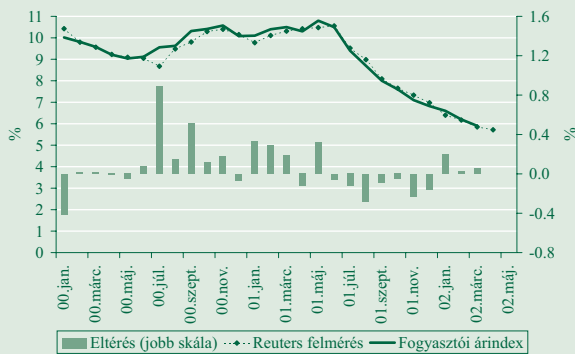
Ábra 4-13. Egyéves forint származtatott forwardok és a forint-euró forward különbség



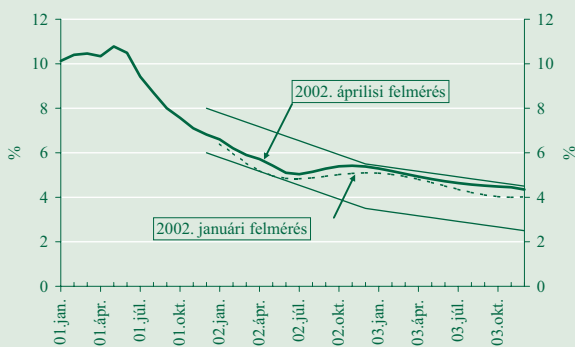
Ábra 4-14. 2002 és 2003 decemberére várt infláció (Reuters felmérés, trimmelt átlagok)



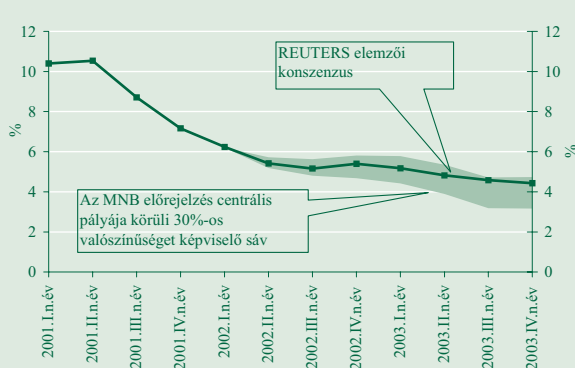
Ábra 4-15. A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



Ábra 4-16. Az elemzői inflációs várakozások alakulása 2002. január és 2002. április között

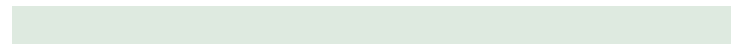


Ábra 4-17. Elemzői várakozások összehasonlítása az MNB előrejelzésével



A hosszú hozamok emelkedésének hátterében további meghatározó tényező volt a hazai inflációs várakozások emelkedése: a Reuters felmérése szerint a piaci makroelemzők mind 2002, mind 2003 végére 0,3%-kal magasabb inflációt várnak, mint januárban. Ennek egyik feltételezhető oka, hogy az infláció az év első három hónapjában sorozatosan kedvezőtlenebbül alakult a piac által vártnál. Az első és egyben legnagyobb negatív meglepetést a február közepén bejelentett januári inflációs adat okozta, ami 0,2%-kal magasabb volt a vártnál. Ez magyarázhatja azt is, hogy a hosszú forinthozamok már február közepén, az euróhozamok emelkedését némileg megelőzve nőni kezdtek. Az inflációs várakozások romlásával áprilisban már jónéhány makroelemző a jegybanki célsáv felső határánál magasabb inflációt jelzett előre (a 19 előrejelzőből 2002 végére öten, 2003 végére pedig hatan), bár az előrejelzések átlagai (2002: 5,4%, 2003: 4,3%) továbbra is belül esnek mind a célsávon, mind pedig az MNB előrejelzése körüli 30%-os valószínűséget átfogó sávon.⁴²

Összefoglalva elmondható, hogy a hosszú lejáratú forinthozamok február közepe óta lezajlott mérsékelt emelkedését részben az euróhozamok emelkedése, részben pedig a hazai inflációs várakozások enyhe romlása okozta.



⁴² Az MNB előrejelzés és az inflációs várakozások összevetésénél figyelembe kell venni, hogy előbbi feltételes előrejelzés, azaz változatlan nominális árfolyammal számolva készült. A piaci várakozások viszont tartalmazzák az elemzők vélekedését a jövőbeli monetáris politikai lépésekről és az árfolyam alakulásáról.

