



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2001.
augusztus

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya
Vezető: Hamecz István, főosztályvezető
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Műszaki-Ellátási főosztálya
Kiadásért felel: Bercsényi Botond, főosztályvezető
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
Terjesztés: Molnár Miklós
Telefon: 312-4484
Internet: <http://www.mnb.hu>

ISSN 1419-2926

A Parlament által elfogadott és 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációscsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitásnak gyakorlatilag megfelelő 2%-os inflációs szint elérésére. 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 rendszeresen beszámol az infláció eddigi és várható alakulásáról, és értékeli az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. E kiadványban foglalkozunk össze azokat az előrejelzéseket és megfontolásokat, amelyek alapján a Monetáris Tanács meghozza a döntéseit.

A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A 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. Ez az előrejelzés háttér-információként szolgál a Monetáris Tanács tagjai számára.

Mivel a Monetáris Tanács csak a Jelentés elkészítése után alakult meg, a most ismertetett első előrejelzés a monetáris politika szempontjából exogénnek tekinthető változók alakulását vagy piaci várakozások alapján határozta meg, vagy az utolsó lezárt hónap szintjén változatlanak tekintette. A jövőben az előrejelzés alapját képező feltételezések a Monetáris Tanács álláspontját fogják tükrözni.



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS POLITIKA ÉRTÉKELÉSE	9
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	11
II. MONETÁRIS POLITIKA, KAMAT- ÉS ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	13
1. Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok	13
2. A kockázati megítélés alakulása	14
3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások	15
4. Hosszú hozamok és inflációs várakozások	17
III. AZ INFLÁCIÓT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK	19
1. Kereslet.	19
1.1 Lakossági fogyasztás	21
1.2 Beruházások	22
1.3 Az államháztartás keresleti hatása	23
1.4 Külkereskedelem	24
2. Kínálati tényezők – munkapiac	25
2.1 Bérinfláció	26
3. Az importált infláció	28
4. A reguláció hatása és a rendkívüli tényezők	29
IV. A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE ÉS A KOCKÁZATOK MÉRLEGELÉSE	30
1. A prognózis	30
2. Az alapelőrejelzés feltevései	31
3. A kockázatok eloszlása	32
4. Piaci inflációs várakozások	33
AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	35
1. A monetáris politika új rendszere	35
2. Előrejelzéseink módszertana	37
3. Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

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 pénzeszköz alakulása a dél-európai országokban	28
Miért használunk negyedéves adatokat a külkereskedelem értékelésénél?	37
A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra	41
Mi állhat a meglepő foglalkoztatás-bővülés háttérében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

A monetáris politika értékelése

A Monetáris Tanács 2001. július 23-i ülésén áttekintette a gazdaság helyzetéről, a növekedés és az infláció várható alakulásáról készített jelentést. Az elemzés megvitatása után a Monetáris Tanács úgy foglalt állást, hogy jelenleg nincs szükség a monetáris feltételek megváltoztatására. A ma előrelátható külső és belső gazdasági feltételek mellett a jelenlegi 245–250 forint/euró körüli árfolyamszint fennmaradása elősegíti, hogy a 2001. év végére az infláció az előrejelzett $7 \pm 1\%$ -os sávban maradjon, 2002. év végére pedig teljesüljön a kitűzött $4,5 \pm 1\%$ -os inflációs cél. Ez az inflációs prognózis arra a feltételezésre épül, hogy a világpiaci olajár és az euró/dollár keresztárfolyam a június havi átlagos értékhez képest lényegesen nem változik, és a konjunktúrális feltételek is az előrejelzésekkel összhangban alakulnak.

Az elmúlt két hónap során a monetáris feltételek jelentősen szigorodtak. A Jegybanktanács és a kormány közös döntése alapján az MNB 2001. május 3-án a forint középárfolyamának havi $0,2\%$ -os leértékelését megtartva $\pm 15\%$ -ra szélesítette annak intervenció sávját. Az árfolyamrendszer megváltoztatása óta jegybanki kamatlépésre nem került sor, de a sáv kiszélesítését követően a forint felértékelődött. A felértékelődés hátterében elsősorban a hosszabb lejáratú állampapírok iránt megnövekedett külföldi kereslet állt. A sávszélesítést kiegészítő intézkedésként egy június 18-án hatályba lépett kormányrendelet eltörölte a forint teljes konvertibilitását akadályozó, még fennálló korlátozásokat. A devizaliberalizáció ellenére rövid lejáratú kamatokra érzékeny spekulatív tőkeáramlás számottevő mértékben nem jelentkezett.

A monetáris rendszer átalakítását az infláció tartósan magas szintje tette szükségessé. E kedvezőtlen fejleményt elsősorban a negatív külső hatások elmúlt másfél évben bekövetkezett sorozata magyarázza. 2000 második felétől a külső tényezők mellett megjelentek az inflációs várakozások nem kívánatos hatásai is.

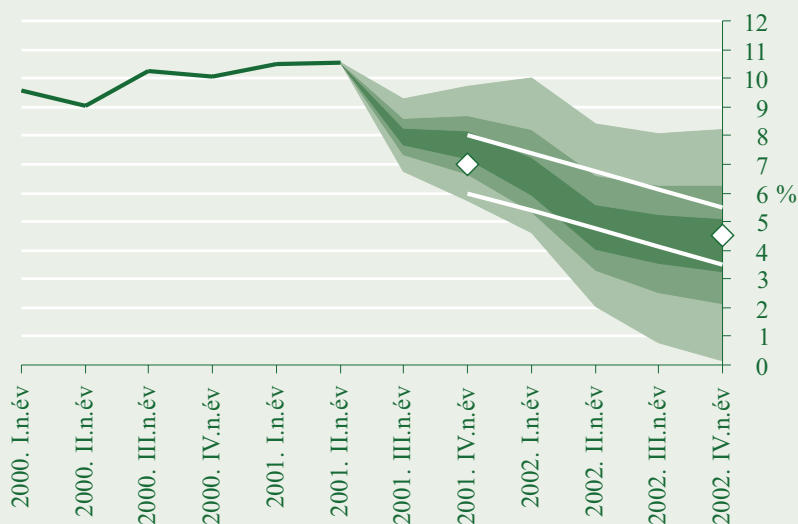
A Monetáris Tanács megítélése szerint a tervezettnél rosszabb inflációs teljesítmény hátterében nem a gazdaság túlfűtöttsége áll: a kedvezőtlenebbre fordult külső konjunktúra eredményeként az aggregált kereslet növekedése a 2000. évhez viszonyítva idén várhatóan lassul. Az MNB ezért arra törekszik, hogy az inflációs várakozásokat csillapítva, a lehető legkisebb növekedési áldozat mellett mérséklődjön az áremelkedések üteme. Az inflációs célkövetés rendszerében több évre szóló inflációcsökkentési pálya meghirdetésével a jegybank iránymutatást ad a gazdaság szereplői számára. E kitűzött pályával összhangban álló visszafogott ár- és bérnövekedés esetén az infláció visszaszorításának reálgazdasági költségei mérsékelhetők. A versenyszektorban a jegybank az ideinél rugalmasabb béralkalmazkodást vár.

Előrejelzései alapján az MNB 2001-ben és 2002-ben egyaránt kiegyensúlyozott, $4\text{--}5\%$ körüli GDP-növekedésre számít. 2001-ben a külföldi kereskedelmi partnerek növekedésének lassulását ellensúlyozza a költségvetési politika keresletbővítő hatása. A kereslet belföldi összetevőin belül a lakossági jövedelmek gyors növekedésének eredményeként a fogyasztás várhatóan $4,5\%$ körüli ütemben emelkedik.

2002-ben előreláthatóan megváltozik a növekedés hajtóereje. Nemzetközi előrejelzések alapján az MNB is megelégnél külföldi konjunktúrára számít. Az állami kereslet 2001-hez ké-

1. ábra Inflációs előrejelzés

(változás az előző év azonos időszakához képest)



Megjegyzés: 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; a teljes színezett terület felső szélét meghaladó inflációnak 5%-os az esélye. Az alap-előrejelzésen kívül minden sáv 15–15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági intervallumok becslése az MNB múltbeli előrejelzési hibái alapján, az aktuális prognózis bizonytalanságainak figyelembevételével készült. A két fehér pont az inflációs célok értékét (7% és 4,5%); az egyenes vonalak a mellékjűk rendelt $\pm 1\%$ -os toleranciasávot mutatják.

pest nem emelkedik tovább, a fiskális politikának a Monetáris Tanács várakozásai szerint nem lesz számottevő keresletbővítő hatása.

A GDP növekedését mindkét évben meghaladó belföldi felhasználás eredményeként növekszik a külső finanszírozási igény. 2001-ben a GDP 4 százaléka körüli, 2002-ben ezt kismértékben meghaladó folyó fizetési mérleghiány valószínűsíthető; a finanszírozási prognózis alapján ez összhangban van a jegybanki árfolyamcéllokkal.

Az infláció alakulásának rövid távú előrejelzését megnehezíti, hogy a jelenlegi átmeneti időszakban kevés tapasztalat áll rendelkezésre a gazdasági szereplők alkalmazkodásának időigényéről. Ezért az MNB előrejelzéseiben a hazaihoz hasonló árfolyamrendszert

működtető, kis, nyitott európai gazdaságok tapasztalatait is felhasználta a hiányzó információk pótlására. A Monetáris Tanács várakozásai szerint a gazdasági szereplők árképzésükben egyre inkább figyelembe fogják venni az új árfolyam- és inflációs pályát.

A Monetáris Tanács arra számít, hogy fokozatosan megszűnnek az elmúlt két évben az inflációt gerjesztő külső hatások. Ez többek között azt is feltételezi, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése számottevően mérséklődik.

A változatlan monetáris politikára, a külső tényezőkre és a belföldi folyamatokra tett fenti feltevések mellett az MNB prognózisa alapján a fogyasztói infláció 2001 decemberében az MNB által előrejelzett inflációs sáv felső tartományába, 7–8% közé várható, míg 2002 decemberében nagyobb a valószínűsége a megcélzott sáv alsó tartományába eső inflációnak. Az előrejelzés bizonytalanságának mértéke mindkét évben jelentős. 2001-ben a kockázatok eloszlása nem szimmetrikus, a prognózistól való eltérés valószínűsége felfelé magasabb, mint lefelé; ennek háttérében a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának kockázata áll. A 2002-es inflációs előrejelzés bizonytalansága szimmetrikusnak tekinthető.

MONETÁRIS TANÁCS

I. Az infláció alakulása

A 2001. év első fél évében a fogyasztói árindex 10,4%-os értéke meghaladta a megelőző két év átlagát. Ennek a negatív fejleménynek a hátterében a tavalyi átmeneti inflációs sokkok nyomán kialakuló inflációs tehetetlenség állt, amihez hozzáadódott egy újabb, feldolgozatlan élelmiszerár-növekedés a második negyedévben.

A fogyasztói kosár komponensei közül a monetáris politika szempontjából kiemelt jelentősége van az *iparcikkek* és a *piaci szolgáltatások* áralakulásának. Az előbbi az árfolyam-politika transzmissziós mechanizmusának hatékonyságáról, az árfolyamcsatorna érvényesüléséről szolgál információval. Az utóbbi az árfolyamalapú dezinfláció hitelességéről és fenntarthatóságáról ad jelzést.

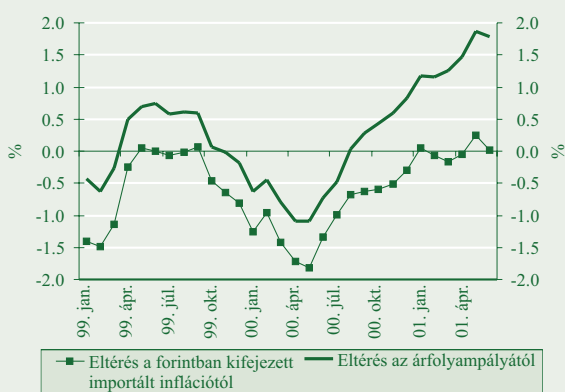
A fogyasztói kosár mintegy negyedét alkotó *iparcikk* csoport inflációját az importált infláció és az árfolyampálya határozza meg. Az első félévben az árindex 5% fölötti értékei meghaladták a forint elmúlt évben bekövetkezett leértékelődésének mértékét. Az árak eltérése a leértékeléstől azonban az importált európai iparcikk-infláció gyorsulásával jól magyarázható (lásd I.1. ábra).

A korábbi kínálati sokkok közvetlen, illetve a nyomukban kialakuló inflációs tehetetlenség közvetett hatása leginkább a *piaci szolgáltatások* inflációjában volt tetten érhető. Az iparcikkektől eltérően a piaci szolgáltatások áralakulását nem fékezi az importverseny. Elsősorban költségoldali inflációs folyamatok, a belföldi kereslet és a belföldi ármeghatározók inflációs várakozásai határozzák meg. Az első tényező bizonyosan hozzájárult a szolgáltatások árindexének emelkedéséhez: az energia- és üzemanyagárak, illetve tavaly nyáron a húсарak megugrása hamar begyűrűzött az árakba. Az idei évben azonban már elmúlt a tavalyi folyamatok közvetlen inflációs hatása, és a belföldi kereslet növekedése is mérsékelt volt. Ezért a piaci szolgáltatásokban tevékenykedő vállalkozók megemelkedő inflációs várakozásainak tulajdonítjuk az árindex gyorsulását. 2001. második negyedévben azonban e kedvezőtlen folyamat visszafordult; a piaci szolgáltatások árindexe az utolsó negyedévben újra mérséklődött (lásd I.2. ábra).

A második negyedévben a sertéshús árának megugrása – közvetlen hatásként – 0,8 százalékponttal emelte az átlagos fogyasztói árindexet. Becsléseink szerint a feldolgozatlan élelmiszereket érintő inflációs emelkedés egy éven belül a fogyasztói kosár mintegy ötödébe gyűrűzhet be: először a feldolgozott élelmiszerek, majd egyes élelmiszerár-érzékeny piaci szolgáltatások ára növekszik. A tavaly nyári hússárkok – a 2000. őszi cereália-áremelkedéssel együtt – közel egy éve tartja magasán az árindex negyedéves értékeit. A belföldi agrárárak szélsőséges, a szomszédos országokban, illetve az EU-tagállamokban tapasztaltnál

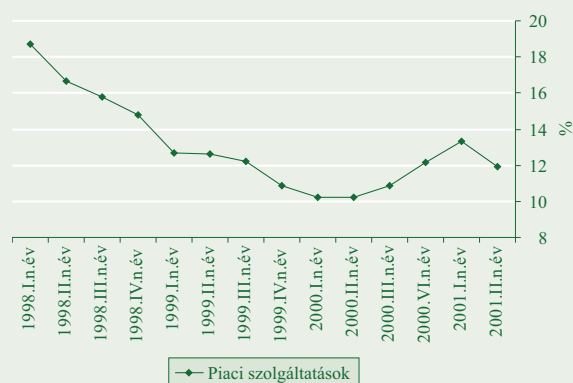
I.1. ábra Az iparcikkek hazai áralakulásának eltérése az árfolyam-alakulástól és az importált iparcikk-inflációtól

(az éves növekedési ütemek különbsége)

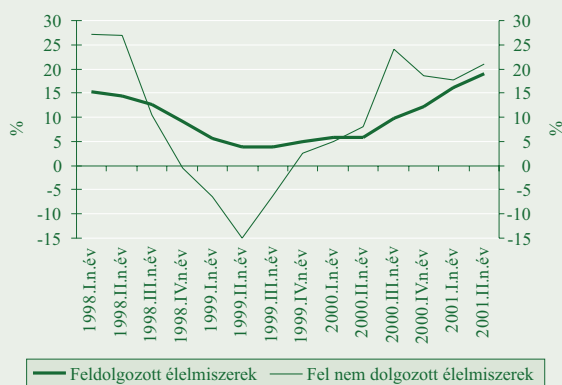


I.2. ábra Piaci szolgáltatások inflációja

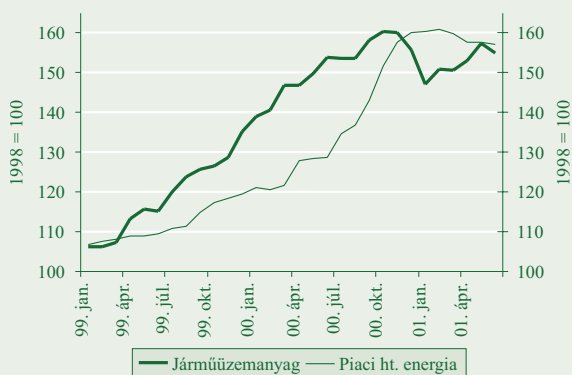
(változás az előző év azonos időszakához képest)



1.3. ábra Élelmiszerárak inflációja
(változás az előző év azonos időszakához képest)



1.4. ábra Járműüzemanyagok és piaci háztartási energia árszintje



lényegesen nagyobb ingadozása tehát komoly többletterheket jelent a dezinflációs politika számára (lásd 1.3. ábra).

A fogyasztói árindex nagy súlyú tételét alkotó *járműüzemanyagok* árszintje a tavalyi év végi csökkenés után az első félévben szinte folyamatosan emelkedett, megközelítve a tavalyi esés előtti belföldi csúcst. Ez a stagnáló olajárak és a gyenge euró mellett a regionális benzin árszintjét külön megemelő egyszeri negatív kínálati sokk eredménye. Információink szerint májustól – részben már a forinterősödés következtében – csökkenésnek indult a benzin hazai árszintje, amely várhatóan a júliusi árindexben jelenik meg. A szabadon árazódó *háztartási energia* (palackos gáz, brikett, szén, tűzifa) árszintje tavaly a 60%-ot meghaladó emelkedés után az utóbbi hónapokban folyamatosan csökkent (lásd 1.4. ábra).

A *regulált árak* alakulása általában a várakozásainknak megfelelő volt. A szabályozott körben az árak hat hónap alatt 7,8%-kal emelkedtek, így az év első felében a fogyasztói árindexnél kisebb árnövekedés az infláció mérséklése irányába hatott.

A központi árszabályozás mértéke általában 6% volt. Ennyivel emelkedett a villamos energia ára, nagyjából ekkora mértékben nőttek a hírközlés díjai és a támogatott gyógyszerek térítési díja is. A földgáz ára júliusban 12%-kal nőtt, aminek hatása azonban júliustól jelentkezik.

Az önkormányzati körben a 6%-os iránymutatásnál nagyobb árnövekedés valósult meg. A lakásszolgáltatások ára az első félévben 10%-kal nőtt. A távhőszolgáltatás az őszi fűtési szezon kezdetétől drágul.

A jövedéki adó átlagosan 6%-os valorizációja az év elején történt meg. Az átlagon belül a dohánytermékek adójának növekedése 15% volt, ami az EU-normáknak megfelelő adótartalomhoz való közelítést célozza. A járműüzemanyagok jövedéki adója viszont nem emelkedett. A jövedéki adóhatás a teljes fogyasztói árindexben 0,3 százalékpont volt.

II. Monetáris politika, kamat- és árfolyam-alakulás

1. Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok

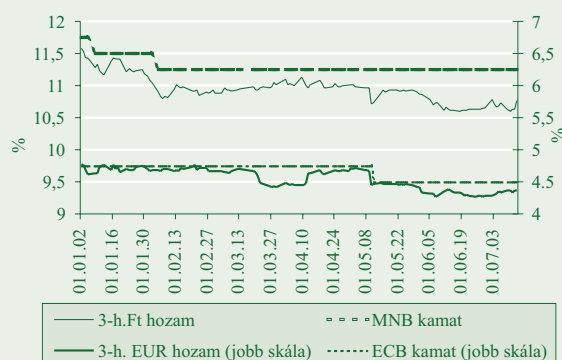
Az elmúlt négy hónapban a jegybank nem változtatott irányadó kamatain. A változatlan kamatszint mellett a monetáris kondíciók jelentősen szigorodtak, mivel a sávszélesítést követően a forint árfolyama 5–10%-kal felértékeltebbé vált. A sávszélesítést megelőző szűk sávós rendszerben a forintbefektetéseken rövid távon várható többlethozamot jól lehetett közelíteni a 3 hónapos forint- és külföldi (euró-) hozamok, valamint a következő 3 hónapra bejelentett leértékelődés különbségeként adódó ún. kamatprémiummal. Ennek oka az volt, hogy a sávon belüli árfolyammozgás általában – a tőkepiaci válságok időszakától eltekintve – minimális volt: az erős sávszél közelében tartózkodó árfolyam rövid távon várható leértékelődése gyakorlatilag megegyezett a hivatalos leértékelési ütemmel (lásd II.1. ábra).

A májusi sávszélesítés után a kamatprémium korábban alkalmazott számítási módja tovább már nem alkalmazható, mivel a hivatalos leértékelési ütem és az árfolyam-várakozások már nincsenek olyan szoros kapcsolatban, mint a szűk sávós rendszerben. Ezért a rezsimváltást követő időszakban az euróövezettel szembeni 3 hónapos kamatkülönbséget, illetve az erre vonatkozó várakozásokat figyeljük.

A 3 hónapos forinthezám és a hasonló lejáratú euróhozam különbsége az elmúlt négy hónapban 630 és 670 bázispont között ingadozott (lásd II.2. ábra). A három hónapos forinthezám a korábbi időszakokhoz képest viszonylag stabil volt, a kamatkülönbség hullámzásait elsősorban az ECB kamatcsökkentése, illetve az erre vonatkozó várakozások változásai okozták.

A hozamgörbéből származtatott forward hozamok, valamint a Reuters felmérése alapján képet kaphatunk a piaci szereplők jegybanki kamatra vonatkozó várakozásairól. A 2001 végére várt jegybanki kamat márciustól július elejéig szinte nem változott, a piaci szereplők 10% körüli jegybanki kamatra számítottak az év végéig. Sem a sávszélesítés, sem az inflációs célkitűzés bejelentése nem módosította tehát jelentősen az ez évi kamatpolitikára vonatkozó várakozásokat. A változatlan nominális kamat azonban magasabb reálkamat-várakozásokat tükröz, hiszen a makroelemzők által 2001 végére várt infláció március óta mérséklődött. A július 6-án kezdődő feltörekvő piaci bizalmi válság és a forint gyengülése megváltoztatta a kamatvárakozásokat. A jegybanki kamatok várt pályája feljebb tolódott: a hozamgörbéből származtatott kéthetes kamatpálya szerint a piaci szereplők július közepén a következő hónapra nem vártak kamatcsökkentést (lásd II.3. ábra).

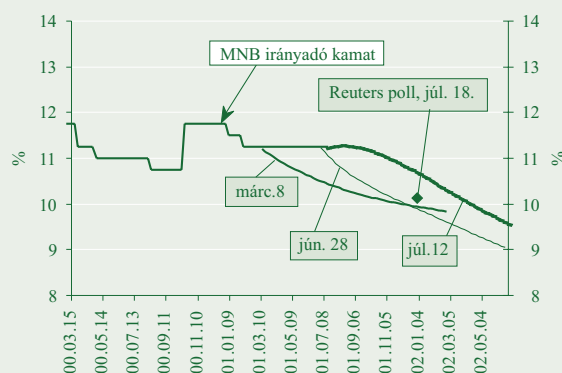
II.1. ábra Jegybanki irányadó kamatok és rövid piaci hozamok



II.2. ábra 3 hónapos kamatkülönbség az euróövezethez viszonyítva



II.3. ábra A jegybanki irányadó kamatra vonatkozó várakozások: a hozamgörbéből származtatott kéthetes kamatpályák és a Reuters felmérése



2. A kockázati megítélés alakulása

A forintbefektetések kockázati megítélése fontos szerepet játszik a tőkeáramlások és hozamok alakulásában, a sávszélesítést követően pedig markánsabban jelenik meg az árfolyam mozgásában is. A kockázati megítélésre a magyar gazdasági fundamentumokon túl gyakran jelentős hatása van a nemzetközi pénz- és tőkepiacok „globális kockázatviselési hajlandóságának”.

Az elmúlt hónapokban a külföldi befektetők kockázattvállalási hajlandóságát befolyásolták az USA növekedési kilátásaira vonatkozó várakozások ingadozásai és a Fed kamatlépései. Hasonló bizonytalansági tényezőt jelentett az euróövezet konjunkturális helyzete, ahol a lassuló amerikai növekedés kedvezőtlen hatásán túl az Európai Központi Bank szigorú kamatpolitikája is mérsékelte a növekedési várakozásokat. Mindezek mellett – különösen júliusban – a feltörekvő országok általános megítélése is befolyásolta a kockázattvállalási hajlandóságot.

Az év eleji tendenciát folytatva márciusban tovább emelkedtek a fejlett országok piacainak kockázati megítélését jelző mutatók – elsősorban az amerikai gazdasági kilátások romlása, illetve növekvő bizonytalansága miatt. Áprilisban a kedvezőbb adatok napvilágra kerülése, majd a Fed áprilisi 18-i, ismételt váratlan kamatsökkentése optimistább hangulatot teremtett, és azóta az érzékelt kockázatot, valamint a kockázattvállalási hajlandóságot mérő mutatók folyamatosan csökkennek. Ez az emelkedő, majd csökkenő kockázati pálya tükröződött a magyar devizakötvények felárában is, továbbá a márciusi szerényebb, majd az áprilisi intenzívebb portfóliótőke-beáramlásban.

A feltörekvő gazdaságok dollárban denominált állampapírainak felárait összegző EMBI felár¹ áprilisban ellentétesen mozgott a globális kockázati mutatókkal, azonban ez kizárólag az Argentínából érkező kedvezőtlen hírek és a dél-amerikai államkötvényektől elvárt magasabb kockázati prémium hatása volt. Az EMBI egyéb (európai, ázsiai) összetevőiből az látszik, hogy a befektetők csak régióspecifikus veszélyt érzekeltek (lásd II.4. ábra).

A május–júniusi időszakban a külföldi befektetők viselkedését a magyar pénz- és tőkepiacon elsősorban országspecifikus tényezők (sávszélesítés, devizaliberalizáció, majd az új rezsím meghirdetése) befolyásolták, a tőkebeáramlásnak azonban kedvezett a globális befektetői légkör is: mind a feltörekvő országok kockázati megítélése, mind a fejlett piacok kockázati mutatói javultak ebben az időszakban.

Júliusban azonban ismét egy feltörekvő piaci „fertőzés” érte el a magyar devizapiacot. A hónapok óta gazdasági és pénzügyi problémákkal küszködő Törökországból és Argentínából egyszerre érkező újabb kedvezőtlen hírek, valamint a lengyelországi költségvetési politika körüli viták július 6-ától kezdődően néhány százalékkal gyengébb forintárfolyamot eredményeztek. Ezzel egyidőben sem a magyar devizakötvény-felárak, sem a forinthozamok nem nőttek jelentősen.

II.4. ábra Az EMBI felár és a három éves zéró-kupon hozam



¹ Az EMBI+ a feltörekvő piacok USA dollárban denominált államkötvényeit tartalmazó JPMorgan által összeállított, kötvényportfólió-index. Az index USA államkötvényhozamok feletti felára a feltörekvő országok kockázatát fejezi ki.

3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások

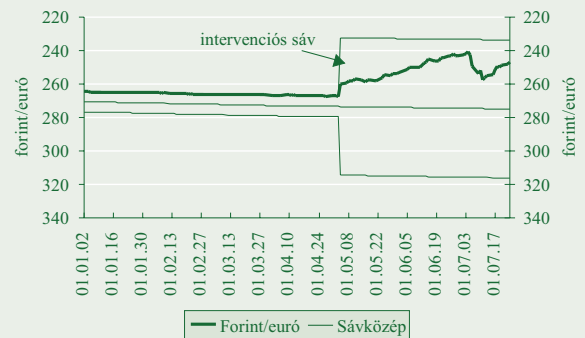
Az év első négy hónapjában fennálló szűk sávós árfolyam-rendszert erőteljes forintkereslet jellemezte, mely különösen februárban és áprilisban volt kiugró. A megélénkülő forintkereslet fő tényezői a külföldiek hosszú lejáratú állampapír-vásárlásai és a működőtőke-beáramlás voltak, míg a vállalatok külföldi devizahitel-állománya csökkent. Áprilisban jelentősen nőtt a külföldiek rövid lejáratú állampapírok iránti kereslete is. Az erőteljes tőkebeáramlás következtében a forint árfolyama a sáv szélesítéséig az intervenció sáv erősebbik szélén tartózkodott, és a jegybank többször is interveniálni kényszerült (lásd II.5. ábra).

A május 4-i sávszélesítést követően tovább nőtt a külföldiek hosszú állampapírok iránti kereslete. A külföldiek keresletének növekedését a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott devizapozíciójának csökkentése ellentételezte. A pozíciók zárására csak folyamatosan felértékelődő árfolyam mellett voltak hajlandók a bankok. A fizetőeszköz a május 3-i 267 Ft/euró árfolyamról folyamatosan erősödött július 4-ig, – a sávszélesítést megelőzőhöz képest majdnem kétszeres spot devizapiaci forgalom mellett – elérte a 240 Ft/euró árfolyamot.

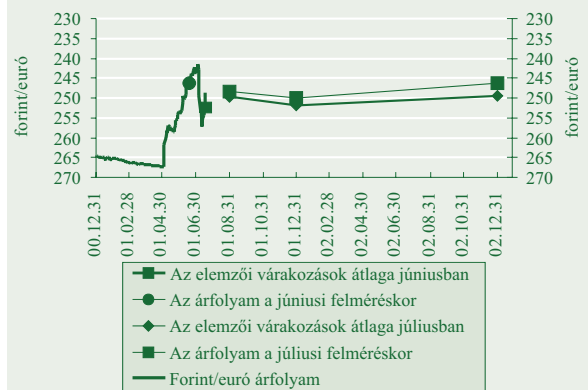
Májusban a külföldiek állampapír-vásárlása közel 100 milliárd forintot tett ki. A növekedés döntően a középlejratú állampapírok (1–4 év) vásárlásának volt köszönhető. Figyelembe véve, hogy a sávszélesítést követően a forinthatározatoktól elvárt kockázati prémium valószínűleg nem csökkent, és a középtávú euróhozamok emelkedtek ebben az időszakban, az állampapírok iránti növekvő kereslet zömmel az árfolyam-várakozások módosulásának köszönhető. Az állomány alakulása arra enged következtetni, hogy a külföldi befektetők középtávon a forint erősödésére számítanak, de az árfolyam rövid távú alakulására vonatkozó bizonytalanság miatt tartózkodnak a rövid távú papírok vásárlásától. Júniusban a külföldiek forintkereslete az előző havi 141,2 milliárd forintról 4,7 milliárd forintra csökkent. Június második hetétől azonban újra kinyílt a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nettó devizapozíciója, ami hozzájárult a forint árfolyamának júniusi erősödéséhez. Júliusban az argentin válság nyomán kedvezőtlenebbé vált tőkepiaci helyzet hatására a kelet-közép-európai országok devizái is számottevően gyengültek, a zloty 12, a forint 7 százalékot. A kezdeti jelentős árfolyam-elmozdulást mindkét valuta esetében korrekció követte. A forint leértékelődésének mértékében feltehetően szerepet játszott a korábbi, felértékelődésre számító pozíciók zárása és a devizapiacok nem kielégítő mélysége is. Az árfolyam gyengülése a hónap második felében kisebb mértékű külföldi tőke kivonáshoz vezetett, és az állampapír-aukciókon is érzékelhető volt a kereslet mérséklődése.

A sáv szélesítésétől a feltörekvő piaci sokkig eltelt időszakban az árfolyam-várakozások együtt mozogtak a piaci árfolyamok alakulásával. A Reuter's által július 19-én közzétett felmérés szerint a makroelemzői várakozások átlaga 2001 augusztusának végére 249,8, 2001 decemberének végére 252, 2002 decemberére pedig 249,4 forint/eurós árfolyam volt, igen jelentős szórás mellett. A feltörekvő országokat július elején ért sokk a forint elemzők által várt jövőbeli értékét is csökkentette (lásd II.6. ábra).

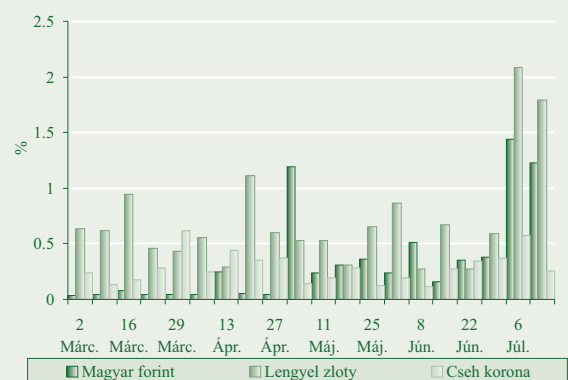
II.5. ábra A forint árfolyama



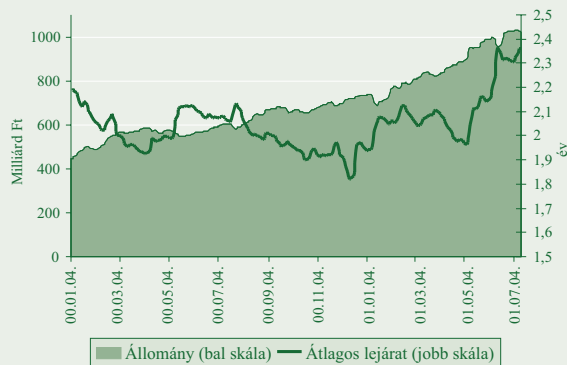
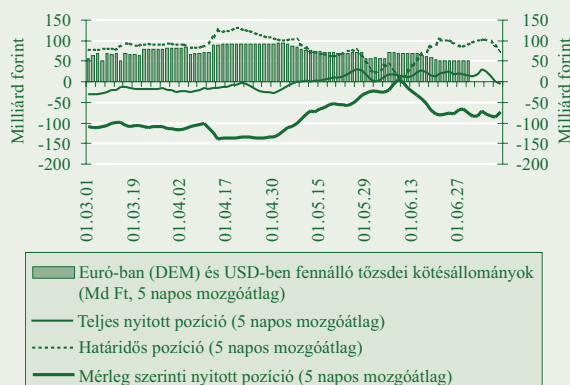
II.6. ábra Árfolyam várakozások a Reuters makroelemzői felmérései alapján



II.7. ábra A kelet-közép-európai deviza árfolyamok heti változékonysága*



* A változékonyságot az árfolyam napi hozamának heti szórásaként definiáltuk.

II.8. ábra A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és annak átlagos lejárat**II.9. ábra A kereskedelmi bankok nyitott pozíciója**

Az árfolyam változékonysága az új rendszer sajátosságainak, illetve az átmeneti periódussal járó bizonytalanságnak megfelelően jelentősen nőtt. A forint volatilitása a sáv szélesítése óta eltelt időszak alapján némileg magasabb a cseh korona és lényegesen alacsonyabb a lengyel zloty árfolyamának ingadozásánál (lásd II.7. ábra).

A megnövekedett kockázatok ellenére nem indult meg a két határidős devizatőzsdén a kötésiállományok növekedése, sőt inkább csökkenés tapasztalható. A bankok határidős devizapozíciója szimmetrikusan követte a mérleg szerinti kitettség alakulását, vigyázva arra, hogy ne alakuljon ki rövid teljes devizapozíciójuk. A bankok nem a két hazai deviza határidős tőzsdét használják arra, hogy alkalmazkodjanak a változó fedezeti igényükhöz, a tőzsdei kötésiállományok sokkal stabilabban alakultak, mint a bankok határidős állományai. A tőzsdéken természetesen nem csak a bankok jelenhetnek meg, de úgy látszik, hogy a nem banki szereplők még kevésbé élnek a kockázatkezelés tőzsdei eszközeivel (lásd II.1. táblázat, II.8., II.9. ábra).

A jegybank a sávszélesítést követően nem avatkozott be a devizapiaci folyamatokba. 2001. június 25-től az államháztartás devizaadósságának kamatterheihez kapcsolódó devizakereslet kielégítése céljából a jegybank rendszeres vásárlásokat hajtott végre a devizapiacra, ami ebben az évben összesen 366 millió eurót tesz ki. Annak érdekében, hogy ezekből a vásárlásokból a piac szereplői ne olvashassanak ki nem szándékolt üzeneteket és az árfolyamra gyakorolt hatás minimális legyen, a szükséges devizavásárlás teljes, illetve napra lebontott nagyságát az MNB előre bejelenti, és a vásárlást napi egyenlő összegben az üzleti napon belül mindig ugyanakkor hajtja végre.

II.1. táblázat A devizapiaci kereslet-kínálat összetevői
(a pozitív előjel forintkeresletet, a negatív forintkínálatot jelent)

	2001					
	Január	Február	Március	Április	Május	Június
Jegybanki intervenció*	-4,1	-133,4	-40,4	-135,0	-28,0	0
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-62,8	-14,3	-12,9	-0,5	-34,5	
Nem kamatérzékeny tőkeáramlás	54,8	66,8	40,5	38,0	30,4	
Működőtőke-beáramlás (magánszektor)	42,9	67,0	32,8	34,2	28,3	
Részcény	11,9	-0,2	7,7	3,8	2,1	
Kamatérzékeny tőkeáramlás	20,9	51,4	-10,8	54,5	-8,1	
Külföldi állampapír változása	-9,2	69,8	29,4	66,2	99,7	29,9
Rövid	6,9	5,4	-14,4	28,5	-10,1	-7,2
Hosszú	-16,2	64,4	43,8	37,7	109,8	37,1
Külföldiek forintbetétei	2,1	2,6	-12,0	19,8	41,5	-25,2
Külföld összesen	-7,1	72,4	17,4	86,0	141,2	4,7
Hitelintézetek (mérleg szerinti nyitott pozíció vált.)	37,0	31,3	-3,0	15,2	-107,7	79,7
Vállalatok	3,9	-51,8	-31,0	-46,2	-37,8	
1. Belföldi nettó devizahitel-változás	9,4	-44,5	9,0	21,9	-9,1	
2. Külföldi devizahitel változása	-5,5	-7,3	-40,1	-68,1	-28,7	
Háztartások	-12,9	-0,5	5,7	-0,6	-3,7	
Államháztartás devizakereslete						-2,1
Egyéb	-8,8	29,5	23,6	43,0	40,2	

* A „Jegybanki intervenció” sor nem tartalmazza az MNB-nek a deviza államadóssággal összefüggő, az államháztartás ügynökeként végrehajtott devizapiaci vásárlásait. Ezeket a 2001. június 25. óta naponta, azonos összegben végrehajtott vásárlásokat az „Államháztartás devizakereslete” sorban tüntettük fel.

4. Hosszú hozamok és inflációs várakozások

Előző jelentésünkben február végéig követtük nyomon az állampapírpiacon zajló eseményeket. Az azóta eltelt időszakban az éven túli hozamok jelentős mértékben csökkentek, legnagyobb mértékben – 80–100 bázisponttal – a hozamgörbe 2–5 évig tartó szakasza tolodott lefelé (lásd II.10. ábra). E csökkenés következtében – az 5 év feletti euróhozamok kismértékű emelkedése mellett – számottevően mérséklődött a hosszú forint-euró hozamkülönbség. A származtatott hozamgörbe elmozdulásán látszik, hogy az éven túli forinthezámok csökkenése döntően az 1–4 évvel későbbi időszakra vonatkozó várakozások módosulásának következménye (lásd II.11. ábra).

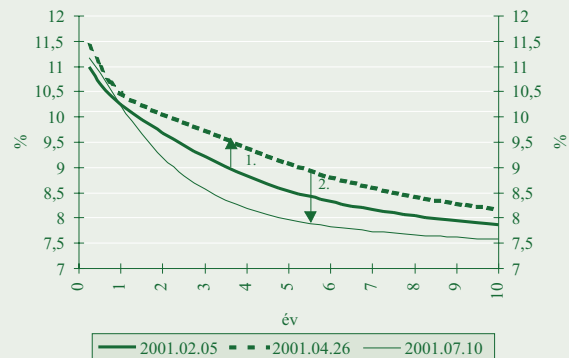
A hosszabb lejáratú állampapírok január–februári hozamemelkedése márciusban tovább folytatódott. Április elejére a nemzetközi tőkepiaci kockázati mutatókkal párhuzamosan a zéró-kupon hozamgörbéből számított forward forinthezámok 100–150 bázisponttal nőttek a megfelelő euróhozamokhoz képest (lásd II.12. ábra). Az elvárt kockázati prémium emelkedése mellett valószínűsíthető, hogy a fogyasztói árak kedvezőtlen alakulása² is hozzájárult a hozamnövekedéshez. Leghatározottabban a 2–4 éves szegmensben emelkedett a hozamdifference (150–200 bázispont), ami arra utal, hogy a sorozatos negatív sokkok beépültek a hosszabb távú inflációs várakozásokba is.

Április elejétől – a stagnáló 10 éves hozamoktól eltekintve – a hozamgörbe mozgását az elvárt kockázati prémium csökkenése határozta meg.

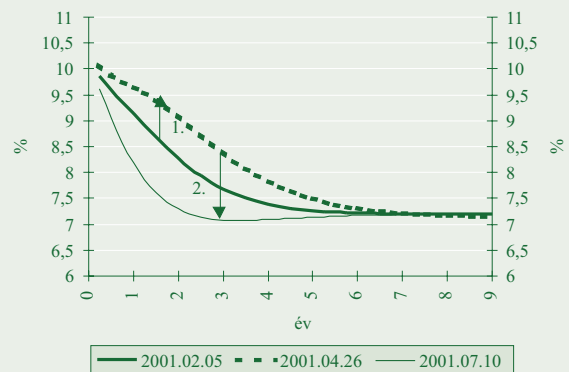
A forint árfolyamsávjának kiszélesítése fordulatot hozott az inflációs várakozások alakulásában. A monetáris politika rezsimváltását a piac kedvezően fogadta. Bár a májusi infláció ismét kedvezőtlenebb volt a vártnál, a 2002 decemberére vonatkozó elemzői inflációs előrejelzések átlaga május végén kismértékben, majd az inflációs célpálya júniusi bejelentése utáni felmérésben közel 0,7 százalékponttal mérséklődött. Ezzel a sávzsélesítés előtti 6,34%-ról 5,51%-ra csökkent, megközelítve az inflációs célként kitűzött érték körüli toleranciasáv felső határát. A feltörekvő piacok iránti júliusi bizalomvesztés után készült, július 19-i felmérésben az elemzők már gyengébb forintárfolyamot vártak az elkövetkezendő másfél évre, és ennek megfelelően a 2002 végére vonatkozó inflációs előrejelzésüket kismértékben felfelé, 5,75%-ra módosították.

A sávzsélesítés után az állampapír-piaci hozamok minden lejáraton látványosan csökkentek. A sávzsélesítés és a forint erősödése a hazai befektetők középtávú inflációs várakozásait csökkentette, a külföldi befektetők felértékelődésre vonatkozó középtávú várakozásait pedig növelte. Mindez leginkább az 1–3 éves horizonton éreztette hatását, ahol a forward hozamkülönbségen mérve 100–120 bázispont volt a hozamesés. Az inflációs célkövetés meghirdetése után további hozamesés következett be az 1–2 éves lejáratokon. A középtávú inflációs és árfolyam-várakozások hatása mellett a nemzetközi befektetők to-

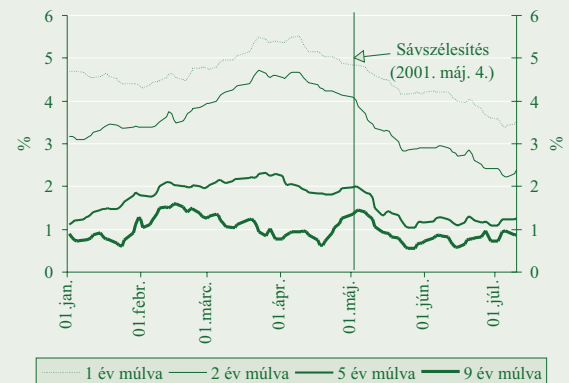
II.10. ábra Zéró-kupon hozamgörbék



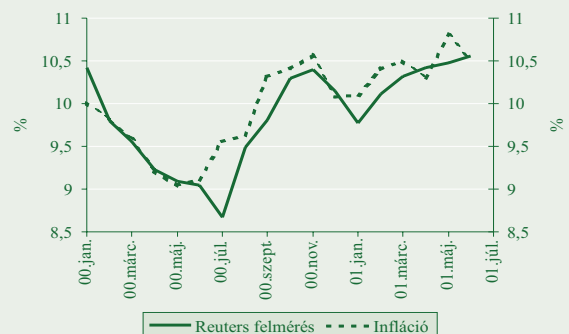
II.11. ábra 1 éves származtatott forward-hozamgörbék



II.12. ábra Az egyéves forint-, illetve euró származtatott forwardok különbsége különböző horizontokon



II.13. ábra A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



² Tavaly június óta csak decemberben és idén áprilisban volt csekély mértékben jobb az inflációs szám a Reuters inflációs körkérdesének átlagánál, az összes többi esetben jellemzően 0,2–0,3%-os volt az alulbecslés mértéke (lásd II.13. ábra).

vább növekvő kockázatvállalási hajlandósága vélhetően csak kisebb mértékben járult hozzá a folyamathoz.

Összességében elmondható, hogy a sávszélesítés, majd az új rezsim és a jegybanki inflációs cél meghirdetése pozitívan befolyásolta az inflációs várakozásokat, ami a közép- és a hosszú távú hozamok csökkenésében tükröződött. Jelentős mértékben mérséklődött ezáltal a forint- és az euróhozamok közötti különbözet, a 10 éves kamatkülönbség immár csak 60–80 bázisponttal haladja meg a jelenleg a maastricht-i konvergenciakritériumnak megfelelő szintet. Fontos megjegyezni, hogy a hosszabb hozamok csökkenése főképp a középtávú (1–5 év múlva kezdődő) forward hozamok mérséklődésének köszönhető, az öt éven túli forwardok nem csökkentek jelentősen. Mindez arra utal, hogy a sávszélesítés, valamint az inflációs célkitűzéses rezsim elsősorban a *középtávú várakozásokat mérsékelte*: a piaci szereplők gyorsabb dezinflációra és kamatkonvergenciára számítanak. A 6–10 éves kamatvárakozások számottevően nem változtak, erre az időpontra vonatkozóan a piac feltehetően már korábban beárazta az EMU-csatlakozást és a nominális konvergenciát.

III. Az inflációt meghatározó tényezők

Ebben a fejezetben a hazai inflációt meghatározó tényezők várható alakulását elemezzük. Egy kis, nyitott gazdaságban a belföldi kereslet és kínálat mellett a külső kereslet, a cserearányok, a külpiaci árak és a nominális árfolyam változása is jelentős hatást gyakorol az áralakulásra. A belső kereslet áttekintése után a külkereskedelmet elemezzük, majd a külső inflációs folyamatokat vizsgáljuk meg. A kínálati oldali folyamatokat a versenyszféra munkapiacán keresztül vizsgáljuk.¹

1. Kereslet

Éves szinten 2001 első negyedében a GDP 4,4%-kal bővült. A növekedés fontos jellemzője a háztartások fogyasztási kiadásainak gyorsulása volt. A beruházások volumene a várakozásokkal ellentétben továbbra is mérsékeltten emelkedett. Az első negyedévben az export jelentős növekedését tapasztaltuk, a rövid távú folyamatok azonban már a lassulás irányába mutatnak. Az import növekedése elmaradt az exportétól, amit az exportvárakozások lassulásán kívül a beruházások visszafogott növekedése és a készletek leépülése magyaráz. Az államháztartás az első félévben a GDP 0,4%-ával járult hozzá a kereslet bővüléséhez.

Előrejelzési horizontunkon nem számolunk a tavalyi cserearányromlás megismétlődésével. 2000-ben a cserearányromlás a bruttó rendelkezésre álló jövedelemnek (GNDI) a GDP-nél lassabb növekedését okozta; ami tükröződött a külkereskedelmi egyenleg alakulásában. 2001–2002-ben azonban a rendelkezésre álló jövedelem alakulása nem fékezi a belföldi felhasználást, és nem rontja a külkereskedelmi egyenleg nominális értékét (lásd III.1., III.2. táblázat).

A gazdaság dinamikus növekedése előrejelzésünk szerint 2001-ben és 2002-ben is folytatódik. Ennek oka, hogy az egyéb hatások – idén a fiskális keresleti sokk, jövőre a javuló külső konjunktúra – ellensúlyozzák a forint felértékelődésének reálhatásait. Alapelőrejelzésünk a III.3. táblázatban szereplő sávok közepén helyezkedik el, 2002-ben azonban a forintfelértékelődés miatt nagyobb a valószínűsége a 4–4,9%-os sáv alsó felében megvalósuló gazdasági növekedésnek.

2001-ben mind a fogyasztás, mind a beruházások növekedéséhez való hozzájárulása erősödik, miközben a nettó export hozzájárulása negatívvá válik. 2002-ben a belföldi felhasználás szerepe gyengül, míg a nettó export az előző évinél kevésbé mérsékli a

¹ Az állami szektor foglalkoztatási és bérpolitikáját a fiskális politika, tehát az aggregált kereslet részének tekintjük.

III.1. táblázat A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme (változás az előző év azonos időszakához képest)

	2000					2001
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	Év összesen	I. n. év
Háztartások fogyasztási kiadásai	3,7	3,8	3,7	4,0	3,8	5,4
Természetbeni társadalmi juttatások	0,3	1,8	1,8	1,4	1,3	1,2
Lakossági fogyasztás	3,0	3,4	3,4	3,5	3,3	4,5
Közösségi fogyasztás	1,0	1,1	2,0	2,0	1,6	1,2
Állóeszköz-felhalmozás	7,7	6,2	2,9	9,1	6,6	5,3
Bruttó felhalmozás*	14,5	4,2	9,5	11,9	9,9	0,0
Belföldi felhasználás összesen	5,7	3,4	5,0	6,0	5,0	2,9
Export	20,9	21,0	19,9	25,0	21,8	21,4
Import	18,5	16,4	20,8	27,3	21,1	18,4
GDP	6,5	5,6	4,5	4,2	5,2	4,4

* Tartalmazza a termelési és a felhasználási oldali számítások eredményének különbségét, az ún. statisztikai eltérést is. A bruttó felhalmozás növekedése a kerekítés miatt lett 0,0%; a pontos szám 0,03%.

III.2. táblázat Az egyes felhasználási tételek GDP-növekedéshez való hozzájárulása (változás az előző év azonos időszakához képest)

	2000					2001
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év
Háztartások fogyasztási kiadásai	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	2,7
Természetbeni társadalmi juttatások	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Lakossági fogyasztás	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,9
Közösségi fogyasztás	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Állóeszköz-felhalmozás	1,1	1,4	0,7	3,0	1,6	0,8
Bruttó felhalmozás*	3,8	1,3	2,7	3,7	2,9	0,0
Belföldi felhasználás összesen	5,9	3,5	5,0	6,0	5,2	3,0
Export	11,1	11,2	11,0	14,4	12,0	12,9
Import	10,5	9,1	11,5	16,2	12,0	11,5
Nettó export	0,6	2,1	-0,5	-1,8	0,0	1,4
GDP	6,5	5,6	4,5	4,2	5,2	4,4

* Tartalmazza a termelési és a felhasználási oldali számítások eredményének különbségét, az ún. statisztikai eltérést is.

III.3. táblázat A GDP és komponenseinek növekedési üteme – előrejelzés²
(váltás az előző év azonos időszakához képest)

	Tény	Előrejelzés	
	2000	2001	2002
Lakossági fogyasztás	3,3	4,2–4,8	3,7–4,3
Háztartások fogyasztási kiadásai	3,8	4,9–5,5	4,2–5,0
Természetbeni társadalmi juttatások	1,3	1,4	1,5
Közösségi fogyasztás	1,6	1,3	1,5
Állóeszköz-felhalmozás	6,6	8–9	7–8
Export	21,8	14–16	14–16
Import	21,1	15–17	14–16
GDP	5,2	4,1–5,1	4,0–4,9
„Végső értékesítés”	4,4	4,1–4,7	4,0–4,6

III.4. táblázat A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége / igénye
(a GDP százalékában)

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

* Pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások összesen.

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

gazdasági növekedést. A folyó fizetési mérleg hiányát végső előrejelzésünkben 2001-ben 2,2–2,5 milliárd euróra (a GDP 3,8–4,3%-ára), 2002-ben pedig 2,7–3 milliárd euróra (a GDP 3,9–4,5%-ára) becsüljük (lásd III.3. táblázat). Az államháztartás finanszírozási igénye 2001-ben a GDP 3,6%-áról 5,5%-ra emelkedik. A magánszektor ezt részben a vállalati szektor finanszírozási igényének csökkenésén keresztül ellensúlyozza, ami a vállalatok transzfereket is tartalmazó rendelkezésre álló jövedelemének bővülésével és az ehhez képest mérsékelt növekvő beruházásaikkal indokolható. A háztartási szektor finanszírozási képessége csökken, mert a lakossági hitelezés felfutásának, a likviditási korlátok enyhülésének, valamint a lakossági (főként ingatlan-) beruházások számottevő bővülésének következtében a háztartások fogyasztása és felhalmozása nagyobb mértékben nő, mint a rendelkezésre álló jövedelme, azonban ez a hatás kisebb, mint a vállalati szektor finanszírozási igényének javulása. 2002-ben előrejelzésünk szerint a teljes nemzetgazdaság finanszírozási igénye a GDP százalékában nem változik. Ennek az az oka, hogy az államháztartás finanszírozási igénye csökken, viszont a magánszektor finanszírozási képessége ezzel megegyező mértékben romlik. A vállalati szektor további alkalmazkodására nem számítunk, a beruházások a GDP arányában hasonló mértékben nőnek, mint a rendelkezésre álló jövedelmük. A reálbér-emelkedés üteme a 2001. évtől némileg elmarad, vagyis a felértékelődésből származó jövedelemkiesés részben áthárul a háztartásokra. Mivel a jövedelemcsökkenésnél kisebb fogyasztáscsökkenéssel számolunk, összességében a háztartások finanszírozási képessége tovább csökken 2002-ben.

A folyó fizetési mérleg előrejelzése a külső finanszírozási igény és a tökemérleg (egyoldalú külföldi tőketranszferek) egyenlege különbségeként számítódik. Figyelembe kellett vennünk azt is, hogy az elmúlt időszakban – elsősorban elszámolási különbségek miatt – a vámstatisztika és a fizetési mérleg statisztika szerinti kereskedelmi mérleg között éves szinten közel 1 milliárd eurós eltérés alakult ki. 2001-re ezen eltérés szinten maradásával, a 2002-re vonatkozó végső folyó fizetési mérleg előrejelzésünkben pedig – mint kockázati tényezővel – azzal számolunk, hogy ez az eltérés valószínűleg csökken, ami várakozásaink szerint 500 millió euróval növelheti a folyó fizetési mérleg pénzforgalmi szemléletű hiányát. A fentiek alapján adódik a 2001-es 3,8–4,3%-os, illetve a 2002-es 3,9–4,5%-os GDP-arányos folyó fizetési mérleg hiány prognózis (lásd III.4. táblázat).

Mindezekon túl a folyó mérleg előrejelzésében további jelentős bizonytalanságot hordoz a felértékelődés miatt alacsonyabbá váló relatív importárak – magasabb behozatalt eredményező – helyettesítési hatása. A prognózis alsó értékeinél ezt a hatást elhanyagolhatónak tekintettük, a felső értékeknél viszont jelentős helyettesítéssel számoltunk, elsősorban a fogyasztási cikkek körében.

² „Végső értékesítés” prognózisunkban a statisztikai hibát is magában foglaló készletfelhalmozás dinamikája a GDP növekedésére nézve – feltételezésünk szerint – semleges, megegyezik a fogyasztás, az állóeszköz-felhalmozás és a nettó export által meghatározott növekedési ütemmel; azaz állandó GDP-arányos készletberuházást tételeztünk fel. Makrogazdasági előrejelzéseinket erre a kategóriára értelmezzük; teljes GDP-prognózist tájékoztató jelleggel adunk. A természetbeni társadalmi juttatásokat és a közösségi fogyasztást – amelyek becslése illetve értelmezése az átlagosnál bizonytalanabb – egy egyszerű szabályt alkalmazva az előző 8 negyedévi növekedés átlagát használva jelezzük előre.

1.1 Lakossági fogyasztás

A 2000-es év mérsékelt fogyasztás növekedéséhez képest 2001 első negyedévében dinamikusabban nőtt a háztartások fogyasztási kiadása (5,4%).³ E számottevő bővülést a bér- és keresettömeg tavalyhoz viszonyított erőteljesebb növekedése magyarázza. A bruttó reálkereset-tömeg 2001 első negyedévében 7,2%-kal emelkedett. Az államtól kapott transzferek közül a pénzbeni társadalmi juttatások számításaink szerint 0,9%-kal, a természetbeni társadalmi juttatások 1,1%-kal nőttek reálértéken. A háztartások egyéb jövedelemeleit figyelembe véve a lakossági reáljövedelem növekedését 2001 első negyedévében 4%-ra becsüljük.

A háztartások nagyobb fogyasztási hajlandóságát mutatják a pénzügyi megtakarítások 2001. első negyedéves adatai. A háztartások nettó finanszírozási képessége nominálisan is mérséklődött az előző év azonos negyedévéhez képest (10,4 milliárd forint⁴ a 46,9 milliárdhoz képest), amely a pénzügyi követelések csökkenése és a tartozások növekedésének eredőjeként alakult ki⁵. Az ingatlanvásárlási hitelek és a fogyasztási hitelek közel fele-fele arányban járultak hozzá a tartozások emelkedéséhez. Változatlanul jelentős tehát a fogyasztási hitelek szerepe a fogyasztás bővülésében, 2001 első negyedévében közel 1 százalékponttal növelték a háztartások fogyasztási kiadásait.

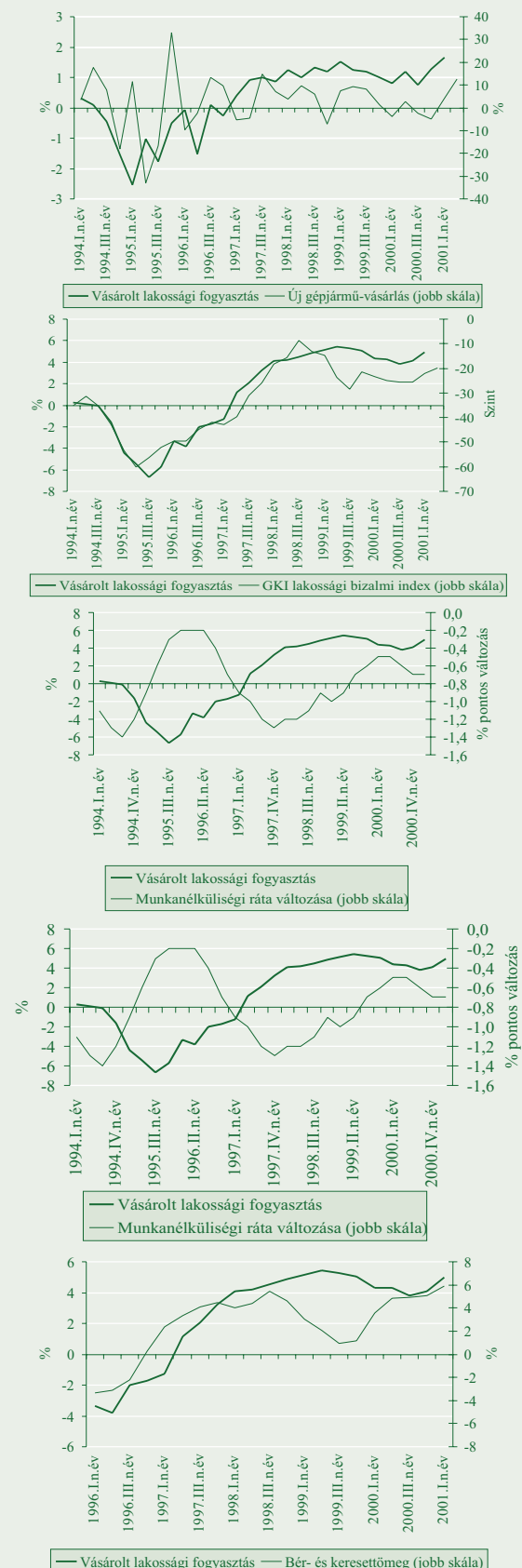
A hitelfelvételi hajlandóság mellett egyéb indikátorok is a fogyasztói bizalom erősödésére utalnak. A lakossági bizalmi indexek emelkedése és az új gépjármű-vásárlások⁶ gyorsulása is a háztartások fogyasztásának növekedését jelzi előre. A munkanélküliségi ráta csökkenése is az aggregált fogyasztás növekedése irányába hat (lásd III.1. ábra).

E tényezőket figyelembe véve, a lakosság vásárolt fogyasztásának növekedését 2001-ben 5,2%, 2002-ben 4,6% körül becsüljük. 2001-ben a bér- és keresettömeg reálnövekedése várhatóan meghaladja a 6%-ot, 2002-ben ennél alacsonyabb, 5,3%-os reálnövekedéssel számolunk.

Ezt az alaptendenciát mindkét irányban módosíthatja a forint erősödése. Először is, mind 2001, mind 2002 tekintetében tompíthatja a fogyasztási dinamikát a negatív vagyonhatás: a forint nominális felértékelődése következtében a lakosság tulajdonában lévő devizabetétek forintban kifejezett értéke csökken az átértékelődés miatt. Nemzetközi összehasonlításban azonban a magyar háztartások pénzügyi vagyonának aránya a rendelkezésre álló jövedelemhez képest alacsony, így a pénzügyi vagyon fogyasztásra vonatkozó rugalmassága kicsi. Ezen a csatornán tehát nem számítunk jelentős hatásra.

A munkapiacra keresztül az árfolyam erősödése 2001-ben átmenetileg pozitív, jövőre azonban már negatív hatást gyakorol-

III.1. ábra A vásárolt lakossági fogyasztás és néhány indikátora



Megjegyzés: az adatok szezonálisan igazítottak. Az első ábra a vásárolt lakossági fogyasztás és az új gépjármű-vásárlás változását mutatja az előző negyedévhez képest. A többi ábrán a vásárolt lakossági fogyasztás, valamint a bér és keresettömeg éves növekedési ütemei, a bizalmi indexnél a szintidősor, a munkanélküliségi ráta esetében pedig a munkanélküliségi ráta trendjének éves változása szerepel. A nettó fogyasztási hitelek 1995. évi változatlan áron, milliárd forintban értendők.

³ A lakossági fogyasztás elemzésekor arra a fogyasztási kategóriára koncentráltunk, amely a háztartások döntéseinek eredménye, azaz a teljes lakossági fogyasztás helyett a háztartások fogyasztási kiadását (vásárolt lakossági fogyasztást) vizsgáljuk, mivel a természetbeni társadalmi juttatások mértékére a háztartások döntéseinek nincs közvetlen hatása.

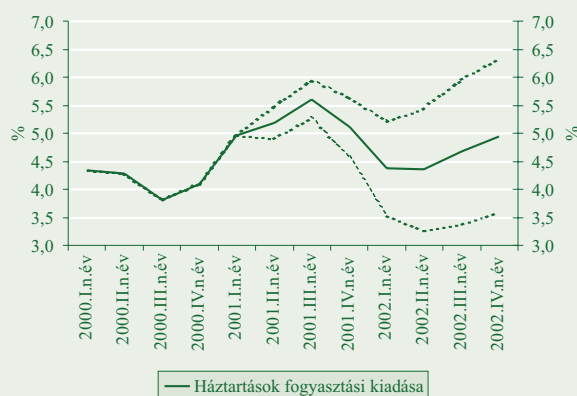
⁴ A megtakarítási adatok operacionális kategóriák, amelyek kiszűrik a kamatokba foglalt inflációs kompenzáció hatását.

⁵ A pénzügyi követelések és tartozások esetében is a változás az operacionális nettó finanszírozási képességre vonatkozik.

⁶ Az adatok forrása: Magyar Gépjárműimportőrök Egyesülete és Magyar Suzuki Rt.

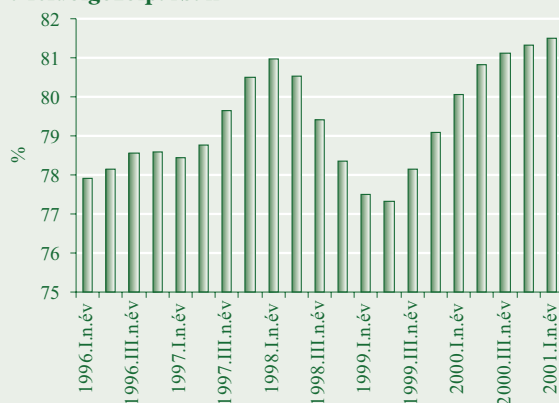
III.2. ábra A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése*

(változás az előző év azonos időszakához képest)



* Szezonálisan igazított idősor négy negyedéves növekedési üteme. A konfidencia-intervallumot a múltbeli előrejelzések hibájából számítjuk; 68% annak a valószínűsége, hogy a jövőbeni tény a kijelölt intervallumba esik.

III.3. ábra Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



* Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg Rt. A felmérésben jellemzően a hazai tulajdonú vállalkozások szerepelnek.

hat a lakossági fogyasztásra. 2001-ben a vártnál erőteljesebb defláció miatt egy „meglepetés” reálbér-növekedéssel számoltunk. 2001 második felétől – először a nem rendszeres kifizetések, majd az alaphétszerződések felülvizsgálata révén – az alkalmazkodási folyamat megindulására számítunk a munkapiacra; ami csökkentette ezt a hatást. 2002-ben azonban jelentkezhet a árfolyam-erősödés negatív jövedelmi hatása: a teljes vállalati alkalmazkodás befejeződése miatt csökkenhet a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének növekedési üteme.

Összességében az árfolyam-erősödés 2002-ben mintegy 0,3–0,5 százalékponttal lassíthatja a lakossági fogyasztás növekedési ütemét (lásd III.2. ábra). Az előrejelzés legfontosabb bizonytalansága a 2002-re várható béralkalmazkodás mértékének túlbecsléséből – azaz az alapelőrejelzésnél magasabb reálbér-növekedésből – ered. A reálbérek növekedésében rejlő felfelé irányuló kockázat a fogyasztás gyorsabb növekedését eredményezheti.

1.2 Beruházások

A 2000. évben a beruházások növekedési üteme mérsékelt volt. A magas kapacitáskihasználtságot és egyéb mutatók alakulását figyelembe véve, 2001-re gyorsuló dinamikára számítottunk, amit viszont az első negyedév tényadata nem igazolt (5,3%) (lásd III.3. ábra). A vállalati szektoron belül mind a feldolgozóipar, mind a szolgáltatási ágak beruházásai visszafogottabban alakultak a vártnál.

A 2001. első negyedévi alacsony beruházási volumenhez hozzájárultak a visszafogott állami beruházások is. A közvetlen állami beruházások még folyó áron sem érték el az előző évi szintet, az állami finanszírozású autópálya-építések pedig a tervezetthez képest csúsztak.

2001 első negyedévében tovább gyorsultak viszont a lakossági beruházások. Az 1998–1999-es mélypont után 2000 elejétől ez a lakásépítések dinamikájának köszönhető.

A szezonálisan igazított adatok alapján a lakásépítési engedélyek száma már 1998 közepétől növekedésnek indult, amit az épített lakások számának növekedése (ami mögött már tényleges építés áll) kb. 1,5 évvel követ. A lakásépítési kiadások gyorsulásához hozzájárultak a kedvezőbb kondíciókkal felvehető lakásépítési hitelek is.

A gyengébb év eleji beruházási adatok ellenére 2001 egészére az előző évinél magasabb, 8–9% körüli éves növekedést prognosztizálunk, 2002-ben pedig 7–8% közötti értéket várunk.

A 2001-re várt, 2000-hez képest 2 százalékponttal nagyobb beruházás növekedést főként a lakossági és a közvetett állami finanszírozású beruházások felgyorsulása okozza. A tovább gyorsuló lakásépítések mellett az útberuházás többszöröse lesz a tavalyi ráfordításnak. Várakozásaink szerint 2002-ben is a lakásépítések és az autópálya-beruházás lesz a beruházások húzóereje, a bázishatás miatt azonban a növekedési ütem már kisebb lesz.

A vállalati szektorban a beruházási indikátorok és a vállalati felmérések egyelőre mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltatási szektorokban magasabb beruházási aktivitást jeleznek (lásd III.4. ábra). Magasabb növekedési ütemre utalnak a már hosszabb ideje magas, 80% feletti kapacitáskihasználtsági muta-

tők és a beruházási import alakulása is. Ezért 2001-ben még gyorsuló beruházási dinamikával számolunk

A beruházások viszonylagos rugalmatlansága miatt a forint felértékelődésének hatása várhatóan 2002-től jelentkezik. A feldolgozóiparban az exportkereslet dinamikájának csökkenése és a romló profitkilátások miatt a beruházások mérséklődhetnek. A szolgáltatások esetében viszont a beruházási javak relatív árának csökkenése intenzívebb beruházásra ösztönözhet. Becsléseink szerint a forint felértékelődése 2002-ben 0,6 százalékponttal vetheti vissza a vállalati beruházások dinamikáját (lásd III.5. táblázat).

Mindkét évre adott prognózisunk azonban nagyobb valószínűséggel hordoz negatív irányú bizonytalanságot: 2001-ben tovább csúszhat az autópálya-építés, 2002-ben pedig a feldolgozóipari beruházások esetében a forinterősödés negatív hatása esetleg erősebben jelentkezik.

1.3 Az államháztartás keresleti hatása

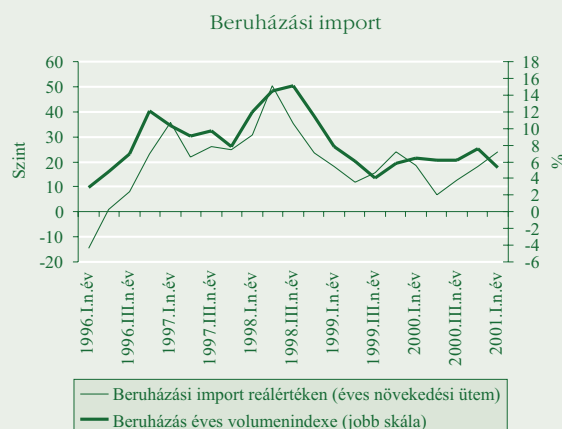
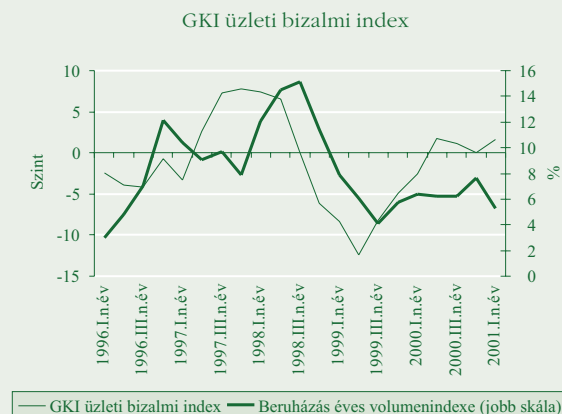
Előrejelzésünk szerint a fiskális politika 2001-ben expanzív lesz, 2002-ben viszont keresleti hatásában hozzávetőlegesen semlegesnek mondható. A kereslet bővítése – a közterhek mérséklése mellett – a tőketranszferék, útépitési beruházások növekedése és az államháztartási bérek átlagot meghaladó emelkedése révén csak fokozatosan bontakozik ki. 2001 első félévében a fiskális politika közvetlen módon mindössze a GDP 0,4%-ával bővítette a keresletet, az évközi folyamatok azonban a költségvetés éves jellege miatt nem iránymutatóak (lásd III.6. táblázat).

2001-re az előirányzat szerint a közvetlen keresletbővítés eléri a GDP 2,4%-át, amiből 0,5% szerepel a hivatalos elsődleges egyenlegben, 1,9% pedig az egyéb SNA tényezőkből (ÁPV Rt. MFB Rt., koncessziós bevétel, letéti számla) adódik. Az előző évhez hasonlóan, a költségvetési tervezésnél prognosztizálnál magasabb infláció mellett magasabbak lesznek a bevételek is. A főbb adóalapok (fogyasztás, bérek) a tervezettnél még reálértékben is nagyobb mértékben növekednek. Alapelőrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a tervezettnél jobb pozícióból eredő bevételek mintegy fele kerül keresletet generáló módon elköltésre. Alapesetben 2001-re így 2,1%-os közvetlen fiskális keresleti hatással számolunk.

A 2002. évi keresleti hatást nagymértékben meghatározza a 2001. évi egyenleg alakulása, hiszen a célkitűzés a deficit szintjére és nem elmozdulására vonatkozik. Amennyiben idén nagyobb keresletbővítés valósulna meg, az jövőre a kereslet szűkítését jelenthetné, és megfordítva. A 2001-es többletbevételek és többletkiadások bázishatása a GDP 0,3%-ával (0,1–0,5 %), a tárgyévi folyamatok pedig további 0,2%-kal javíthatják az elsődleges egyenleget. E mögött inkább a konzervatív bevételi tervezés áll, mint az infláció vagy a reálfolyamatok (adóalapok) eltérése a tervtől. Azt feltételezzük, hogy a többletbevételek felét használja fel a fiskális politika keresletet generáló módon, így a kereslet bővítése a GDP 0,2%-a körül alakulhat.

Az állami szektor keresleti hatása részben a bérkifizéseken keresztül valósul meg. Idén 18% fölötti, 2002-ben pedig 15% fölötti közösségi szektorbeli átlagbér-emelkedésre számítunk. Emellett mindkét évre 1–1%-os állami foglalkoztatás leépítés várható.

III.4. ábra Beruházás és néhány indikátora



III.5. táblázat A nemzetgazdasági beruházások alakulása szektorok szerint (volumenindexek, változás az előző évhez képest)

	Tény	Előrejelzés	
		2000*	2001
Vállalati szektor	4,6	6–6,5	5,5–6,0
Ezen belül:			
Feldolgozóipar	4,1	5,5–6,5	4–5
Szolgáltatások	5,5	6–6,5	7–8
Állam**	13,2	14–16	8–9
Ezen belül:			
közvetlen állami	10,8	3–3,5	3–3,5
Lakosság	8,5	11–13	10–12
Nemzetgazdaság összesen	6,6	8–9	7–8

* A szektorok szerinti felbontás 2000-re is MNB-becslés.

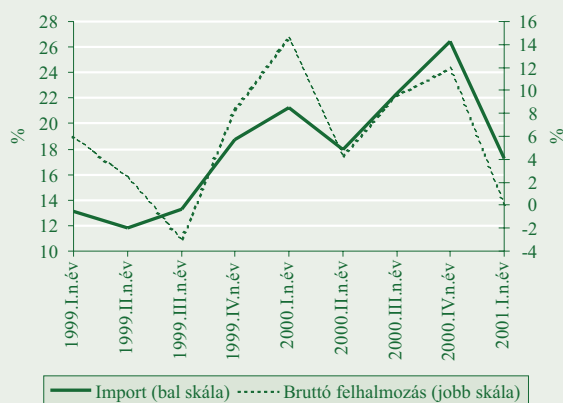
** Tartalmazza az állami közvetlen beruházásait és az autópálya-építés kiadásait.

III.6. táblázat Az államháztartás keresleti hatásának alakulása (GDP %)

	1999	2000	2001		2002	
			terv	várható	terv	várható
1. SNA operacionális deficit változása (2.+3.)	-0,9	-1,0	2,1	1,8	0,0	0,2
2. Közvetett keresleti hatás (reálkamat változás)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0
3. Közvetlen hatás (4.+5.)						
(SNA elsődleges egyenleg változás)	-0,6	-0,6	2,4	2,1	0,0	0,2
4. GFS elsődleges egyenleg változása	-1,3	0,5	0,5	0,2	0,5	0,8
5. Egyéb tényezők változása (SNA korrekciók)	0,7	-1,1	1,9	1,9	-0,5	-0,6

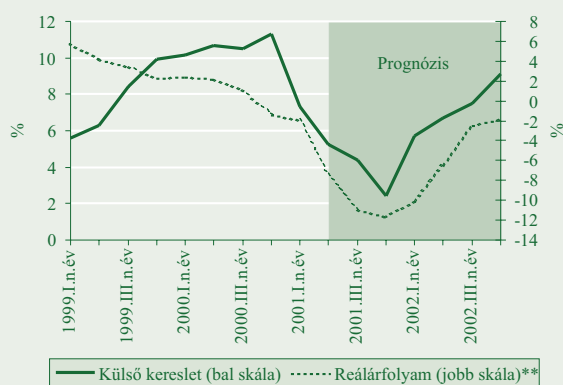
III.5. ábra A bruttó felhalmozás és az áruimport kapcsolata

(változás az előző év azonos időszakához képest)



III.6. ábra A külső kereslet és a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam alakulása *

(változás az előző év azonos időszakához képest)

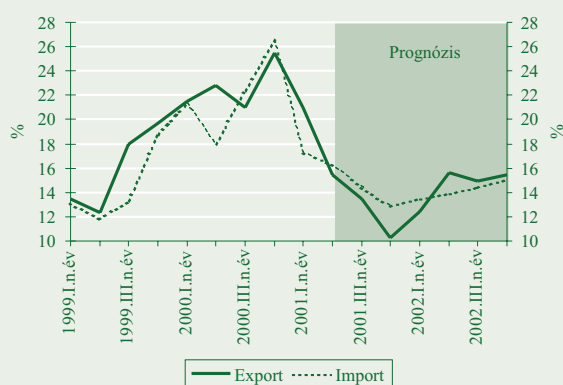


* Külső kereslet: fontosabb külkereskedelmi partnereink súlyozott importja. Reálárfolyam: feldolgozóipari munkaköltség alapján. MNB-bebecslések.

** A negatív érték reálértékelődést jelent.

III.7. ábra Az áruexport és áruimport alakulása

(változás az előző év azonos időszakához képest)



Összességében 1998–2002 között az operacionális deficit – korrigálva a nyugdíjreform hatásával – várhatóan alig változik, miközben az SNA elsődleges egyenleg a GDP 1–1,1%-ával romlik, annak következtében, hogy a közvetett tényezőkben jelentkező 1%-os javulást a fiskális politika a bevételek (közterhek) csökkentésére használja fel.

1.4 Külkereskedelem

A elmúlt év végéig az áru- és szolgáltatásexport dinamikája *fokozatos gyorsulást* mutatott. A 2001. első negyedévi adatok azonban már *lassulásról* tanúskodtak, az export dinamikája 3,5 az import pedig 9 százalékponttal csökkent az előző negyedévhez képest.

A exportdinamika változását elsősorban a *külső kereslet* (a magyar exportszerkezettel súlyozott külföldi import) alakulásával magyarázhatjuk. A konjunktúra a csúcspontját a 2000. év végén érte el, majd 2001 első negyedévével a súlyozott külföldi import növekedési üteme jelentős lassulásnak indult. Az importkereslet bővülésének gyorsulása 2000 folyamán annak ellenére maradt fenn, hogy külkereskedelmi partnereink súlyozott GDP-je az év második felében már a lassulás jeleit mutatta. Az idei év hátralévő részében a külső kereslet bővülésének további lassulására számítunk, 2002-re azonban ismét fellendülést jeleznek a nemzetközi gazdasági szervezetek prognózisai.

A *fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam* 2000 harmadik negyedévéig folyamatosan lassuló ütemű leértékelődést mutatott, míg azóta éves szinten 1–2%-os reálértékelődést tapasztaltunk. Előrejelzéseink szerint 2001-ben az év egészét tekintve 8%, míg 2002-ben 5% körüli reálértékelődés várható (lásd III.6. ábra).

A konjunktúra és a fajlagos bérköltség változásának eredőjeként az *áruexport* volumenének növekedési üteme várhatóan 8 százalékponttal esik 2001-ben. A lassulást döntő mértékben a romló külső konjunktúra eredményezi, a reálértékelődés hatását 1 százalékpont alattira becsüljük (lásd III.7. ábra).

2002-ben az előző évhez hasonló exportdinamikára számítunk. Ekkor ugyanis a konjunkturális tényezők már kedvező irányban változtatják a kivitel alakulását, amit részben ellensúlyoz a reálértékelődés – immár teljes – hatása, amelyet 1,5–2 százalékpont körül várunk.

Az *áruimport* dinamikájának első negyedévben tapasztalt jelentős visszaesését az export növekedési ütemének mérséklődésén kívül a *bruttó felhalmozás* alakulása is befolyásolta (lásd III.5. ábra). Az előző év utolsó negyedévében tapasztalt rendkívüli készletfelhalmozással egyidőben az áruimport növekedési üteme több mint 2 százalékponttal az export fölé emelkedett, ami 2001 első negyedévében korrigálódott.⁷

Az év egészét tekintve 2001-ben az *áruimport* bővülésének 7 százalékos mérséklődését várjuk, amit 2002-ben további 0,5 százalékpontos lassulás követ. Az *export* lassulása az importot kb. 5 százalékponttal veti vissza 2001-ben. Éves szinten az importdinamika közel 3 százalékpontos csökkenését eredményezi, hogy nem számítunk az előző évihez hasonló mértékű készletfelhalmozásra. A reálértékelődés – a helyettesítési hatáson ke-

⁷ A készletfelhalmozásról lásd a GDP-előrejelzéshez kapcsolódó lábjegyzetet!

resztül – 2001-ben az áruimport növekedése irányába hat (éves szinten mintegy 0,5–1 százalékponttal). 2002-ben azonban a mérséklődő belföldi felhasználás eredményeként 0,5–1,5 százalékpontos importcsökkentő hatást várunk.⁸

A legfontosabb kockázati tényezőt a külső konjunktúra alakulása jelenti. A 2001. évvel azonos mértékű piacbővüléssel számolva, az áruexport növekedési üteme 2, az importé 1–1,5 százalékponttal csökkenhet.

A *szolgáltatás külkereskedelem* alakulása 2001 első negyedében továbbra is hozzájárult a külső egyensúly javulásához. A szolgáltatásegyenleg 45 millió euróval magasabb többletet mutatott mint 2000 első negyedében, ami az *idegenforgalmi többlet* növekedése miatt következett be.

2001-re a reálfelértékelődés az egyenleg javulását mérsékli az idegenforgalomnál, és a turizmus bizalmi indexei is kedvezőtlenebb tendenciákat valószínűsítnek.⁹ 2002-re feltételezéseink szerint a reálfelértékelődés kedvezőtlen hatását a javuló külső konjunktúra ellensúlyozni fogja.

2. Kínálati tényezők – munkapiac

Előrejelzési horizontunkon a munkapiaci folyamatok határozzák meg az árfolyamalapú dezinfláció reálgazdasági költségeit. Rugalmatlan, magas inflációs várakozások alapján létrejövő bérszerződések mellett ugyanis a felértékelődő árfolyam és a termékpiaci infláció csökkenése jövedelmi és költségoldalon is csökkenti a vállalkozások nyereségességét. Ez esetben a dezinfláció is lassabb lesz az MNB által vártnál. Rugalmas munkapiac mellett azonban a vállalkozások képesek mind a bevételi sokkok, mind a korábban vártnál gyorsabb dezinfláció negatív hatásait tompítani a munkaköltségek növekedési ütemének csökkentésén keresztül.

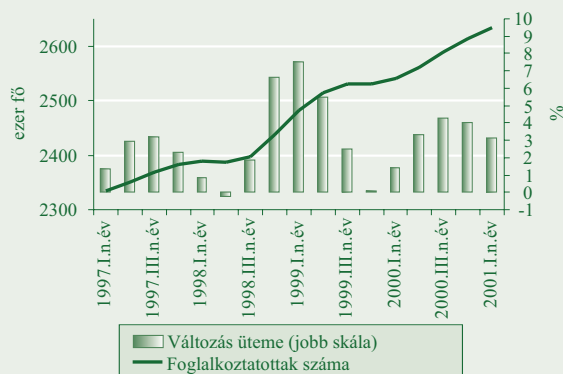
A nominális bérszerződések hosszabb időszakra előre köttenek, ugyanakkor számos ár (elsősorban az importárak) viszonylag gyorsan reagál a nominális árfolyam megváltozására. A felértékelődés ezért rövid távon egy *meglepetésszerű reálbér-emelkedést* okozhat. Ez egy rugalmatlan munkapiacon a vállalatok profitkilitásait rontja, rugalmas munkapiacon pedig – a béralku jellegétől függően – a vállalat vagy a nem rendszeres kifizetéseivel alkalmazkodhat, vagy pedig a foglalkoztatottak számának változtatásával. A magyar munkapiac sajátosságai alapján azt várjuk, hogy a vállalatok először a nem rendszeres kifizetéseik (prémium, jutalom) csökkentésével alkalmazkodnak, így 2001-ben nem lesz számottevő negatív foglalkoztatási hatás. 2002-től a nominális alapbérszerződések felülvizsgálatára is sor kerülhet, ami mérsékelt reálbér-emelkedést és tompított foglalkoztatási hatásokat jelent.

A hazai gazdasági növekedést az utóbbi években a munkaerő-felhasználás extenzív bővülése jellemezte. Az első negyedében folytatódott a versenyszféra munkaerő-felhasználásának

⁸ A fogyasztási importhatásnál feltételeztük, hogy egy termék 1%-os relatív árváltozásának következtében a fogyasztó 1%-kal változtatja meg az adott termék fogyasztását.

⁹ A Magyar Turizmus Rt. megbízásából a GKI Rt. által számított indexek.

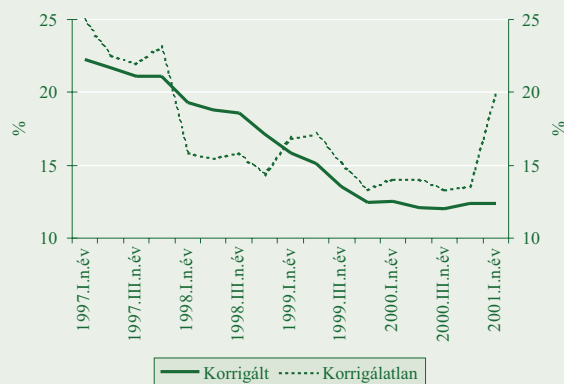
III.8. ábra A foglalkoztatottak létszámának alakulása*



* KSH háztartási felmérése. Szezonálisan igazított adatokból számolva. A változás az előző negyedévhez képest, évesítve. Versenyszféra, mezőgazdaság nélkül.

III.9. ábra A bérinfláció alakulása a versenyszférában*

(változás az előző év azonos időszakához képest)



*Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított tizenkét havi adatok; mind a minimálbér hatásától mind a szezonális ingadozásoktól tisztított bérinflációs adatok (lásd fent).

a növekedése. Ezzel párhuzamosan tovább csökkent a munkanélküliségi ráta, emelkedett az aktivitási arány, így fokozódott a munkaerő, mint kapacitás kihasználtsága. A versenyszférában a *foglalkoztatásbővülés* dinamikája mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások területén erős volt¹⁰ (lásd III.8. ábra).

A foglalkoztatás expanziójánál döntően csak a gazdaságilag *aktívakkal* (foglalkoztatottak és munkanélküliek) számolhatunk munkaerő-tartalékként. Az év elején a gazdaságilag aktívak 6%-a volt *munkanélküli*. Ezek közül sem mindenki jelent effektív munkaerő-tartalékot, mert magas a képzetlenek, a tartósan állás nélküliek aránya és alacsony a munkanélküliek földrajzi mobilitása. A szűk keresztmetszetek lehetőségét növeli, hogy Közép-Dunántúlon a munkanélküliségi ráta alig haladja meg a 4%-ot, ami azt mutatja, hogy a térségbe betelepülő ipar és az annak vonzásában létrejövő szolgáltató szektornak szűkös munkaerő kínálattal kell szembenéznie.

A fizikai munkaerő-kínálat szűkösségének mutatója a fizikai foglalkozásuk által *ledolgozott munkaórák* száma. Az elmúlt évben jellemző volt, hogy növekvő foglalkoztatás mellett emelkedett az egy foglalkoztatott havi munkaórászáma is a versenyszférában, ami az intenzív alkalmazkodás jelének tekinthető. Az idei első negyedévre vonatkozó adatok azonban ennek a tendenciának a megtörését mutatják, a fizikai foglalkozásuk átlagos napi teljesített munkaóráiban nincsen növekedés. Összességében előrejelzési horizontunkon a foglalkoztatás bővülési ütemének lassulása, a nem emelkedő óraszámok, illetve az idei évre várható konjunkturális lassulás fényében nem számíthatunk az ágazati, illetve regionális szűk keresztmetszetek általánossá válására.

2.1 Bérinfláció

A munkaköltség mérésénél a *bérinfláció* és az adószabályozásból adódó változások együttes hatását kell figyelembe venni.¹¹ A 2001. januárban megtörtént a minimálbér 25 500 forintról 40 ezer forintra történő emelése. Az első negyedévi statisztikai adatok emiatt 20%-ot meghaladó átlagkereset-növekedést mutattak a versenyszektorban, melynek egy része azonban statisztikai torzítás eredménye, amit kiszűrtünk bérinflációs mutatónkban (lásd III.9. ábra).

Becsléseink szerint a tényleges bérinfláció a hivatalos munkaügyi statisztikákban számszerűsített mértéknél jóval kisebb volt. E torzítás abból adódott, hogy a gazdaság jelentős részében a korábbi tényleges bérkifizetések meghaladták a minimálbért, miközben e bérek közterhei a hivatalos minimálbéren alapultak.

¹⁰ Ez a háztartási munkaerőpiaci statisztikából látható; miközben a vállalkozások lekérdezésén alapuló intézményi statisztika stagnáló foglalkoztatást jelez. A különbségre magyarázat a vállalkozóként működők számának emelkedése az alkalmazottakhoz képest, illetve a – legalábbis papíron – növekedő rész-munkaidős vagy szerződéses foglalkoztatás térhódítása, ami a munkaadó-résről egy kibúvó lehet a jelentősen emelkedő minimálbér és/vagy közterhek kifizetési kötelezettsége alól. Ez a hivatalos statisztikákban torzításokat okozhat: alulbecsülheti a foglalkoztatást (és felül a bérinflációt, lásd később).

¹¹ A bérinfláció a KSH statisztikai adatszolgáltatásában publikált adatokból kiszűri az ágazati, szerkezeti összetétel és a munkanapszám változásából eredő hatásokat, így ténylegesen a munkaerő drágulásáról ad képet.

Így a vállalatok lekérdezésén alapuló statisztika januártól a hivatalosan kifizetett bérek látványos emelkedését mutatja, de ez felülbecsli a tényleges munkajövedelem-növekedést. A januári minimálbér-emeléshez való alkalmazkodás másik módja a teljes munkaidősök részmunkaidőssé nyilvánítása volt, és feltehető, hogy szűkebb körben az alacsony termelékenységű – alacsony bérű alkalmazottak elbocsátására is sor került. Emiatt a foglalkoztatás összetétele eltolódott a magasabb bérűek felé, ami ugyancsak felfelé torzítja a bérstatisztikát. Főleg a kis létszámú vállalkozásoknál és a szolgáltató szektorban erősebb a statisztikai adattorzulás mértéke.

Ezt a minimálbér okozta torzító hatást kiszűrve a bérinfláció szezonális ingadozásoktól megtisztított adataiból inkább a bérinfláció magas szinten történő stabilizálódásáról, mint tartós növekedéséről beszélhetünk.

A korábbi várakozásoknál erőteljesebb dezinfláció miatt a magas év eleji nominális bérköltség-növekedés 2001-ben rövid távon többlet reálbérköltség-növekedést okozhat. A versenyszféra bérstruktúrájában a keresetek közel ötöde a nem rendszeres elem, ami szokásosan nagyobb részben a második félévben kerül kiosztásra. Így a munkaadók a második félévre eső, nem rendszeres kifizetéseken tudják esetleges veszteségeiket mérsékelni.

2002-ben viszont a rosszabb profitkilátások már az év elején óvatosabb vállalati bérpolitikára kényszerítenek, valószínű, hogy már a rendszeres bérek növekedési üteme is mérséklődik. Az alapelőrejelzésben feltételezettnél rugalmatlanabb munkapiaci alkalmazkodás esetén a magas nominálbér emelkedés magasabb reálbérköltséget okozhat. Emiatt 2002-ben a bérprognózisunk felfelé irányuló bizonytalanságot tartalmaz.

A 2002-es minimálbér-emelés, noha már effektív lesz és így negatív foglalkoztatási hatásokkal is járhat, nem érinti a magasabb termelékenységű, szakképzett munkaerő piacát; így sem a szűk keresztmetszetekre, sem a gazdasági növekedés dinamikájára nem lesz hatással.

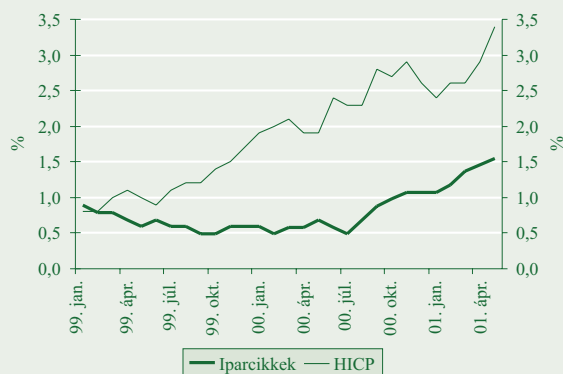
2002-ben 2 százalékponttal csökken a munkaadói *TB-járlék*.¹² Előrejelzésünkben azzal a hipotézissel élünk, hogy a munkaadó az erősödő forintból adódó profitvesztését ezzel csökkenteni fogja, és a köztehercsökkenésen nem osztozik a munkavállalókkal.

Az állami szektorban mindkét évben dinamikus béremelkedéssel számolunk. Ez azonban sem a versenyszféra béralakulására, sem a foglalkoztatására nem gyakorol lényeges hatást, hiszen mind szakmastruktúra, mind a képzettség területén eltér a két szektor összetétele. A helyettesíthetőséget gyengíti a hazai munkaerő alacsony földrajzi mobilitása is.

Összességében azt prognosztizáljuk, hogy a versenyszférában a munkavállalóknak kifizetett bruttó keresettömeg növekedése a tavalyi 16%-ról idén kb. 14%-ra, 2002-ben éves átlagban 10% alá csökken. Ezzel a reálmunkaköltség növekedése az idén 3–4% lesz, ami jövőre 2–3% mérséklődik.

¹² Változatlan keresettömeg mellett ez 1,5%-os munkaköltség-megtakarítást okoz.

III.10. ábra Az euróövezet inflációs folyamatai
(változás az előző év azonos időszakához képest)

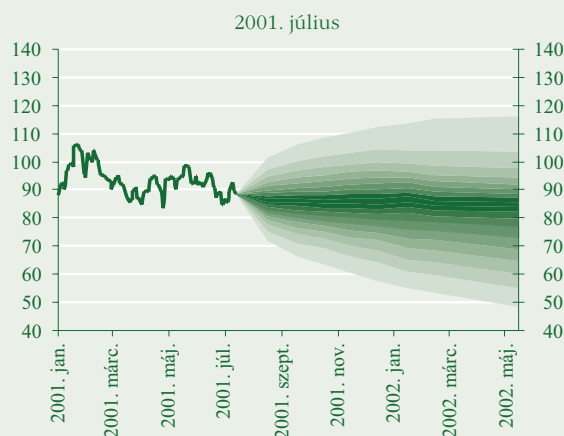
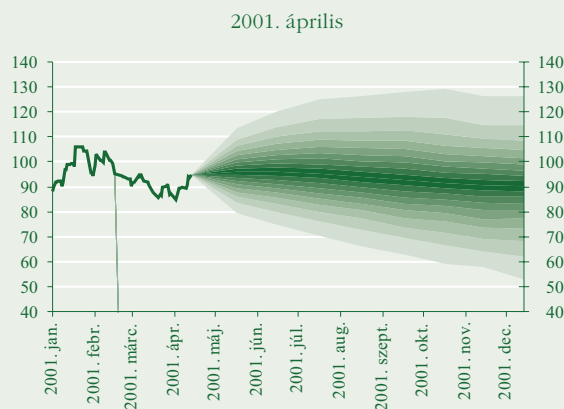


III.7. táblázat Várható euró-dollár árfolyam*

Az előrejelzés időpontja	Az előrejelzés horizontja		
	3 hónap	6 hónap	12 hónap
2001. április	0,93	0,96	0,95
2001. május	0,91	0,92	0,92
2001. június	0,88	0,88	0,89

*11 nagy befektetési bank előrejelzéseinek számtani átlaga.

III.11. ábra A világgpiaci olajár határidős áraiból
származó előrejelzés*
(2000 év átlaga = 100)



* MNB - becslés a WTI olajfajta opciós piaci árai alapján.

3. Az importált infláció

Az importált inflációt meghatározó legfontosabb tényezők a világgpiaci nyersolajárak, az euró-dollár árfolyam és az euróövezet iparcikkárainak alakulása. Az olajárak és a keresztárfolyam változása részben közvetlenül, részben közvetve, az üzemanyagok és a háztartási energia árára hatnak, hosszabb távon pedig a termelési költségeket befolyásolva a piaci szolgáltatások árait módosítják. Legfontosabb kereskedelmi partnereink iparcikk termékeinek inflációja egyrészt a hazai termelési költségek megváltoztatásán keresztül, másrészt közvetlenül az importált fogyasztási cikkek áraiba beépülve hat a magyar iparcikk inflációra (lásd III.10. ábra).

2001 első negyedévében folytatódott az importált inflációs nyomás 2000 végén megindult erősödése. A világgpiaci nyersolajárak csökkenése és az euró erősödése a külső inflációs nyomás mérséklődése irányába hatottak, ugyanakkor legfontosabb kereskedelmi partnereink inflációs folyamatai – az eurórégió iparcikk árainak növekedése – ellenkező irányú hatást fejtettek ki. A második negyedévben ezzel szemben az importált infláció mindhárom tényezője növelte az inflációs nyomást.

A nyersolaj árának korábban gyors emelkedését 2000 utolsó negyedévében enyhe mérséklődés követte. Május–júniusban azonban emelkedtek az árak, majd 24–25 dollár körül stabilizálódtak. Az olaj világgpiaci árának várható alakulására az opciós piacok árai alapján vonhatunk le következtéseket. A hagyományos, elemzői előrejelzéseknél ez megbízhatóbb, hiszen a jelzett árakon „valódi” kereskedés folyik. Az áprilisi és a júliusi árak összehasonlítása a piaci konszenzus változásáról is információt szolgáltat. A legyezőábrák megmutatják, hogy az opciós árak milyen implicit pályát rajzolnak ki az olajár várható alakulására 2002 közepéig.

A középső pálya alapján egyértelmű, hogy a piac az olajár-szint fokozatos csökkenésére számít. A szélsőséges kimenetek valószínűségét a két eloszlásra érzékelteti, a bizonytalanság aszimmetriája az alacsonyabb olajár irányába mutat (lásd III.11., III.12. ábra).

2001 elején átmenetileg erősödött az euró a dollárhoz képest, de 2001 második negyedévére ismét a 2000. végi 0,87-re esett vissza. A nagyobb külföldi befektetési bankok három, hat és tizenkét havi előrejelzései általában az euró erősödését jósolják. Az árfolyam-erősödés mértékét azonban az év során rendre csökkentették (lásd III.7. táblázat).

Az eurórégióban a 2000. júliusi mélyponttól 2001 júniusáig az energiahordozók nélkül számított ipari termékek inflációja 1 százalékponttal gyorsult. A folyamatos, lényegében a iparcikk-csoport minden összetevőjére kiterjedő növekedés következtében az áremelkedés üteme 1,6%-ra emelkedett. Az infláció erősödése az 1999–2000. évi importár-emelkedés késleltetett hatását, a múltbeli olajár-növekedés és az euróértékelődés ipari termékek árába való begyűrűződését tükrözte. Az előrejelzések szerint az euróövezetben négy éve nem látott magasságba emelkedett iparcikkárindex a következő másfél évben fokozatosan lassulni fog.

A különböző nemzetközi intézmények inflációs előrejelzései szerint az euró zóna *termelői árait* illetően a már 2001 első negyedévében megindult defláció folytatódik, és 2002 végére az

infláció 1,5–2%-ra mérséklődik. A HICP-vel mért *átlagos fogyasztói árindex* az ECB előrejelzése szerint idén átlagosan 2,3–2,7%-kal, jövőre 1,2–2,4%-kal emelkedik. Az *Economist* folyóirat júliusi felmérése (Economist Poll) az idei évre 2,7%, 2002-re pedig 1,9%-os inflációt jelez az euróövezetre.

4. A reguláció hatása és a rendkívüli tényezők

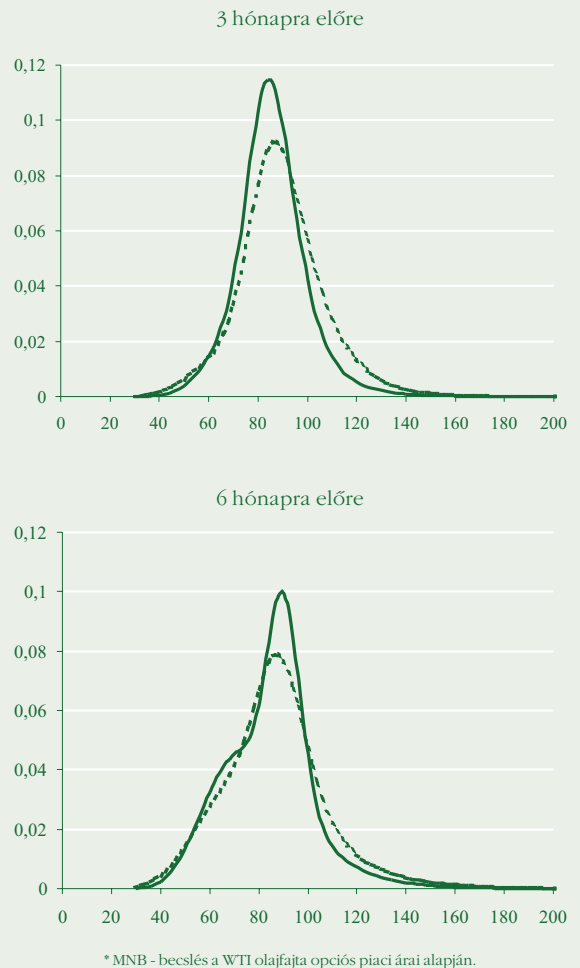
Az év egészét tekintve a fogyasztói kosárnak közel ötödét kitevő regulált körben 7,8%-os árnövekedés várható. Ezen belül kb. 8,5%-os energiaár-növekedéssel és 6,6%-os szolgáltatási díjemeléssel számolunk. A szolgáltatásokon belül a lakbér és a kommunális szolgáltatások 9–11%-os drágulása valószínű. Jövőre a költségvetési tervek és elkötelezettségek alapján kb. 6,5%-os áremelkedést valószínűsítünk. A tervezetten belül az energiaár-növekedés 8%-ra, a szolgáltatások díjemelkedése 5,5%-ra becsülhető.

A jövedéki adó mértékének változása hasonló lesz az ideihez, egy lényeges tételt kivéve. A járműüzemanyagok jövedéki adója (a benziné 2000 óta 93 forint) a magas olajárak miatt idén nem emelkedik, azt feltételezzük, hogy csak a kormány által kitűzött határidő végén, 2002 júliusában történik meg a valorizáció. Akkor viszont a jövedéki törvényben meghatározott mértékre (103 forint+ÁFA) emelkedik, így ez közel 6%-kal emeli az üzemanyagárakat.

Mint említettük inflációs sokkot okozott a sertéshús fogyasztói árának májusi, éves szinten 68%-os megugrása, és rendkívüli tényezőként jelentkezett az elmúlt évi időjárási feltételek miatt magasabb gabonaárak emelkedése is (40% idén január–május között). Ezeket a rendkívüli hatásokat a piacsabályozási eszközökkel nem sikerült ellensúlyozni, így a mezőgazdasági termelők árak drágulása a fogyasztói árindexben közel 2 százalékpontos inflációs többletet eredményezett. Az év hátralévő részében azonban már hatékonyabb, az ársimítás követelményének megfelelő szabályozásra számítunk. Az alapelőrejelzés a vágóállat termelők árszint stabilitását tartalmazza 2001 második felében és 2002 első felében.

Az agrártermékekárakra vonatkozó feltételezések azonban hordoznak bizonytalanságot: nagyobb a valószínűsége a magasabb termelők árdrágulásnak, hiszen van esélye annak, hogy a húspiaci szereplők nem tartják be az önkorlátozó megállapodásukat. Ez 2001 második felében is emelkedő húsárakat vonhat maga után. Rendkívüli inflációs nyomásként jelentkezhet az állategészségügyi előírások szigorítása, másrészt viszont a jövő év elején életbe lépő, az exporttámogatás csökkentését előíró, WTO-megállapodás az agrárárakat csökkentheti.¹³

III.12. ábra A világpiaci olajár határidős árai eloszlásának változása* (2000. év átlaga = 100) a szaggatott vonal az áprilisi, a folytonos a júliusi jegyzések alapján készült



¹³ A támogatás más csatornákon keresztül való kiosztása semlegesítheti ennek hatását.

IV. A fogyasztói árindex előrejelzése és a kockázatok mérlegelése

A z inflációs előrejelzésünket a fogyasztói kosár jól elkülöní-
hető viselkedésű csoportjaira készítettük el. A becslések so-
rán végig stabil monetáris kondíciókat feltételeztünk, mivel elő-
rejelzésünk célja a piaci szereplők tájékoztatása arról, hogy a je-
lenlegi monetáris kondíciók mellett milyen valószínűséggel tud-
juk elérni a kitűzött inflációs célt. Ez praktikusán azt jelenti, hogy
az inflációs előrejelzést az utolsó lezárt naptári hónap (2001. júni-
us) átlagos árfolyamát (247,1 Ft/euró) hat negyedévre rögzítve
készítettük el.

1. A prognózis

A lapelőrejelzésünk szerint a fogyasztói infláció 2001 decem-
berében 7,7%, 2002 decemberében pedig 4,2% lesz, ami
éves átlagban 9,3%-os és 5,4%-os árindexeket jelent. Megítélé-
sünk szerint a alapelőrejelzés bizonytalanságának mértéke
mindkét évben jelentős; a középértékekhez képest magasabb
infláció irányába mutató aszimmetria 2001-ben – a húsárak körü-
li bizonytalanság miatt – nem elhanyagolható; 2002-ben azon-
ban a kockázatok eloszlása szimmetrikusnak tekinthető. Az
alapelőrejelzés értékeit, illetve a bizonytalansági eloszlás alakját
a célokhoz viszonyítva úgy látjuk, hogy 2002 decemberében
centrális prognózisunk az inflációs célsáv alsó részére esik; ám
annak valószínűsége, hogy az 5,5%-os felső célértéknél is mag-
sabb infláció alakul ki, nem elhanyagolható (30%). A 2001. de-
cemberi célt tekintve azonban centrális előrejelzésünk is a célsáv
felső szélére esik; így nagyobb (40%) az esélye a 8%-os felső ha-
tár túllépésének. Az MNB számára kitűzött inflációs célhoz tarto-
zó alsó sávhatár átlépésének, azaz a „túlzott” dezinflációnak is
van esélye: 2001 decemberében csak 10%, 2002 decemberében
azonban 40% (lásd IV.1. táblázat).

IV.1. táblázat Alapelőrejelzés az inflációra*
(változás az előző év azonos időszakához képest)

	← tény/ előrejelzés →												%
	kosár súly	2000	2001						2002				
		dec./dec.	I. né	II. né	III. né	IV. né	dec/dec	I. né	II. né	III. né	IV. né	dec/dec	
Élelmiszerek	19,0	13,6	16,6	19,5	13,6	15,8	15,8	15,2	9,1	5,6	4,9	4,8	
feldolgozatlan	(5,3)	17,4	17,8	20,9	10,3	14,4	14,5	14,1	8,3	3,4	3,7	4,1	
feldolgozott	(13,7)	12,1	16,2	19,0	15,1	16,3	16,3	15,6	9,5	6,5	5,4	5,1	
Iparcikkek	26,8	4,9	5,0	5,2	4,3	2,9	2,3	1,5	0,2	-0,6	-1,1	-1,1	
Piaci szolgáltatások	20,4	12,5	13,3	11,9	10,4	9,1	8,7	7,8	7,8	7,2	6,7	6,5	
Piaci energia	1,3	34,0	32,4	22,8	13,6	0,0	-2,4	-2,8	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	
Járműüzemanyag	5,0	15,2	5,3	3,3	-4,9	-6,8	-5,0	-0,9	-4,3	6,6	6,5	6,5	
Alkohol, dohányáru	9,1	11,3	11,3	11,7	11,5	10,8	10,8	10,6	8,8	8,4	8,1	8,1	
Regulált árak	18,5	7,6	7,6	8,0	9,4	8,5	8,6	8,4	7,3	6,6	6,5	6,5	
Fogyasztói árindex	100,0	10,1	10,3	10,6	8,6	7,9	7,7	7,3	5,3	4,6	4,2	4,2	
Éves átlagos árindex		9,8					9,3					5,4	

* Az alap-előrejelzés körüli bizonytalansági intervallumot a IV.1. ábra jeleníti meg

A monetáris politika számára kitűzött inflációs cél megvalósulásának alapja az iparcikkek árindexének – árfolyamcsatornán keresztül – erőteljes csökkenése. A nominális árfolyam erősödése az árfolyam-begyűrzés függvényében, fokozatosan érezteti hatását. Az iparcikk kör átlagában 2002-re enyhe deflációt prognosztizálunk, ami először várhatóan a tartós iparcikkeknél jelentkezik.

A piaci szolgáltatások inflációja általában lassan változik, és értéke legtöbbször az átlagos infláció fölött van, hiszen hosszú távon a két szektor¹ közti tartós termelékenység-különbség többlet szolgáltatás inflációban csapódik le. Ugyanakkor a belöldi kereslet élénkülése, a költségoldali nyomás illetve bizonyos mértékig az inflációs tehetetlenség is szerepet játszik abban, hogy a piaci szolgáltatások iparcikkekhez vett inflációs többlete várhatóan 6–8% között mozog majd.

A fel nem dolgozott élelmiszerek áralakulása szélsőséges ingadozással jellemezhető, monetáris politikai szempontból rövid távon exogénnek tekinthető. A következő negyedévben átmenetileg – a tavalyi magas bázis miatt – csökken a fel nem dolgozott élelmiszerek éves áremelkedésének üteme; e körben az infláció erőteljesebb lassulása csak a jövő év második felétől várható. A feldolgozott élelmiszerek áralakulása részben a fel nem dolgozott élelmiszerek inflációjától, részben más keresleti és költség tényezőktől függ. E körben is elsősorban 2002 második felében bontakozik ki határozott defláció.

A járműüzemanyagok esetében gyakorlatilag azonnali árfolyam-begyűréssel számolhatunk. Rögzített világpiaci benzin árszint mellett – a bázishatás miatt – 2002 közepéig árindexcsökkenésre számítunk; amely a jövedéki adó emelése miatt a jövő év közepén megtörik. A csekély súlyú, de a múltban jelentős áremelkedést mutató piaci háztartási energia termékkörben folyamatos defláció várható rögzített világpiaci energia árszint és forint árfolyam mellett.

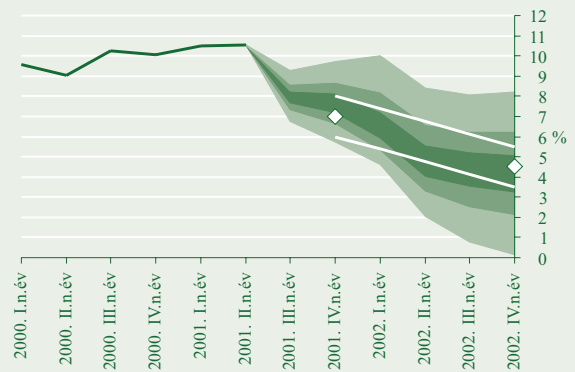
A hatóságilag közvetve – a jövedéki adóztatáson keresztül – befolyásolt alkohol és dohány áruk esetében a termelői árról feltételezzük, hogy a fogyasztói árindex átlagos ütemének megfelelően alakul. E körben jövőre erőteljes adótartam-emelés is várható. Mivel e termékek keresleti árrugalmassága csekély és a piaci verseny gyenge, azt feltételezzük, hogy a termelők a jövedéki adó változását áremeléssel teljes mértékben a fogyasztókra fogják terhelni. A közvetlenül regulált kör várható áralakulását előrejelzési horizontunkon exogénnek tekintjük.

2. Az alapelőrejelzés feltevései

Az eszközárak és a világpiaci energiaárak nehezen jelezhetőek előre. Ezért előrejelzéseink során a legutolsó megfigyelt hónap átlagos értékét vettük figyelembe mind a számunkra releváns (mediterrán) benzinárak (331 euró/tonna, ami hozzávetőleg 26,7 USD/barrel Brent olajának felel meg), mind az euró/dollár keresztárfolyam (0,854 USD/EUR) esetében.

A monetáris politika legfontosabb transzmissziós csatornájaként az árfolyam-begyűrést tekintjük. Az árfolyam-begyűrzés (pass-through) paramétere azt mutatja meg, hogy egy adott no-

IV-1. ábra Inflációs előrejelzés*
(változás az előző év azonos időszakához képest)



* A leggyezebbre az alapelőrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A legsötétebb sáv tartalmazza az alapelőrejelzést. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le; a teljes színezett terület felső szélét meghaladó inflációnak 5%-os esélye. Az alapelőrejelzésen kívül minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági intervallumok becslése az MNB múltbeli előrejelzési hibái alapján, az aktuális prognózis bizonytalanságainak figyelembevételével készült. A két fehér pont az inflációs célok értékét (7% és 4,5%); az egyenes vonalak a mellékelt ±1%-os tolerancia sávot mutatják.

¹ A külkereskedelmi forgalomba kerülő (tradable) és a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő (nontradable) szektorok.

minális árfolyam-változás milyen mértékben és milyen időtávon módosítja a belföldi árakat. Mivel sem nominális felértékelődésre, sem ilyen rugalmas árfolyamrendszerre Magyarországon még nem volt példa, ezért ennek mértékére csak a nemzetközi tapasztalatok alapján következtethetünk (lásd 3. melléklet). Eszerint az alapesetben azzal számolunk, hogy az iparcikkek esetében egy év alatt az árfolyam-változás 50%-a, két év alatt 75%-a gyűrűződik be. Ez a teljes fogyasztói árindexre a másfél éves előrejelzési horizonton közel 20%-os begyűrűzést von maga után.² Az iparcikkek árát jelentősen befolyásolja az importált infláció alakulása is. A hazai iparcikkek szempontjából a releváns importárnak a német iparcikk inflációt tekintettük. Ez eltér a hagyományos importárindextől, hiszen ez kifejezetten a fogyasztási és nem pedig a termelési, beruházási javak körében importált árváltozást ragadja meg.

A külkereskedelemmel kevésbé versenyző körben (különösen a piaci szolgáltatások csoportjában) az iparcikkek inflációján kívül a belföldi keresletnek jelentős hatása van, amit a lakossági vásárolt fogyasztás és a beruházások összegére,³ illetve a lakossági reáljövedelemre vonatkozó prognózisunk alapján számszerűsítettünk.

Az inflációt meghatározó kínálati (költség) tényezők között (1) a termelékenység-növekedést, (2) a bérköltség és (3) a mezőgazdasági nyersanyagárakat vettük figyelembe. Az utóbbi tényező különösen nagy bizonytalanságot hordoz, és nem független az agrárpiaci szabályozástól.

A hatóságilag szabályozott, illetve befolyásolt árak alakulását monetáris politikai szempontból szintén exogénnek tekintjük. A fogyasztói árindex közel ötödét alkotó körére a költségvetési törvény ismeretében tételenként adtunk szakértői prognózist.

3. A kockázatok eloszlása

Az alapprognózis körüli előrejelzési bizonytalanság eloszlása 2001-ben nem szimmetrikus: a 7,7%-os centrális prognózistól bármely 1%-os eltérés valószínűsége felfelé magasabb, mint lefelé. Ennek háttérében alapvetően a húsárak inflációs kockázata áll. A 2002-es inflációs előrejelzés centrális prognózis körüli bizonytalansága azonban szimmetrikusnak tekinthető: a 4,2%-tól bármely $\pm 1\%$ -os eltérés valószínűsége mindkét irányban hasonló.

Mindez magát az inflációs előrejelzést jellemzi, függetlenül annak az inflációs célhoz való viszonyától. Monetáris politikai szemszögből azonban az inflációs célértékekhez célszerű az inflációs előrejelzés centrális pályáját és a bizonytalanság eloszlását hasonlítani. 2001 decemberében magas a valószínűsége a cél fölötti 8%-os felső tolerancia határt is meghaladó infláció bekövetkezésének. Ezzel szemben 2002 végén a 4,5%-os célérték alatti

² Az esetleg alacsonynak tűnő árfolyam-begyűrűzés olyan feltevésekre épít, hogy előrejelzési horizontunkon az árfolyam változására (1) a regulált árak nem reagálnak; (2) az alkohol – dohány kör sem reagál, mivel áralakulása a nehezen változó inflációs várakozásoktól függ; (3) a fel nem dolgozott élelmiszerek áralakulása sem függ rövid távon az árfolyam alakulásától.

³ Mivel a közösségi és a természetbeni társadalmi juttatások az árupiacon közvetlenül nem jelennek meg tényleges keresletként, inflatórikus hatásuk inkább az áttételes hatásokon keresztül jelentkeznek.

alapelőrejelzés és a szimmetrikus eloszlás miatt nagyobb a valószínűsége a célhoz tartozó alsó toleranciahatárt alulmúló inflációnak. Megjegyezzük azonban, hogy másfél éves horizonton sokkal nagyobb az előrejelzés bizonytalansága.

Vegyük sorra az inflációs előrejelzés bizonytalanságát és a valószínűség-eloszlás alakját meghatározó főbb tényezőket. Ami az euró/dollár keresztárfolyamát illeti, a konstans júniusi átlagértékkel vett feltevéstől való eltérés eloszlása 2001-ben szimmetrikus, 2002-ben azonban a piaci konszenzus szerint a némileg erősebb euróárfolyamnak nagyobb a valószínűsége. A világpiaci energiaárak esetében rövid és hosszabb távon is aszimmetrikus a bizonytalanság. 2001-ben ugyanis a benzin és az olaj ára rendkívüli események miatt elszakadt egymástól, ami az alacsonyabb benzinárak felé korrigálódhat, 2002-ben pedig a opciós piacok mutatnak az alacsonyabb olajárak irányába.

Az importált infláció esetében, amint azt fent írtuk, feltevéseink között a folyamat hosszú távú trendjét szerepeltettük, így az e körüli bizonytalanság eloszlása szimmetrikusnak tekinthető. Ennek számszerű jelentőségét mutatja, hogy minden 1 százalékpontos külföldi iparcikk infláció gyorsulás 0,3 százalékponttal emeli a teljes fogyasztói árindexet.

A belföldi felhasználáson belül az inflációra nézve nagyobb hatású lakossági fogyasztási kereslet alakulására tett centrális prognózisunk 2002-ben némi felfelé mutató aszimmetriát tartalmaz, ami a piaci szolgáltatások árindexét felfelé mozdíthatja. Ennek számszerű hatása az átlagos inflációra azonban csekély.

Az árfolyam-begyűrzés becsült paraméterét övező bizonytalanság eloszlása szintén szimmetrikus: az árfolyam-volatilitás, a termékpiaci verseny és más tényezők függvényében hasonló valószínűséggel lehet az alapelőrejelzésben feltételezettnél erősebb és gyengébb is. Az iparcikkek körére feltett egy év alatt 50%-os helyett egy erősebb, például 67%-os árfolyam-begyűrzés az idén decemberre prognosztizált inflációt 0,3–0,4 százalékponttal, a jövő decemberit 0,2 százalékponttal vinné lejjebb. Gyengébb, 33%-os árfolyam-begyűrzés mindkét év végén 0,4 százalékponttal magasabb inflációt okozna.

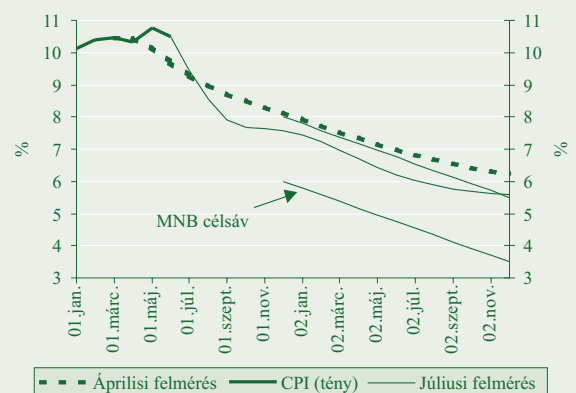
Mint ahogy említettük, a munkapiac alkalmazkodása 2002-ben inkább a magasabb reálbér irányába mutató bizonytalanságot hordoz, amely mind a kereslet (fogyasztás) mind a kínálat (költség) oldaláról pozitív bizonytalanságot visz az infláció előrejelzésébe. A termelékenységére tett feltevésünk a folyamat hosszú távú trendjére épít, amittől való esetleges eltéréseknek csak hosszabb távon lenne inflációs hatása.

A mezőgazdasági nyersanyagárak alakulása rendkívül nagy bizonytalanságot hordoz. A húsárak esetében 2001-ben egyértelműen egy felfelé irányuló bizonytalansággal számolhatunk, melynek jelentősége igen nagy. A regulált árak esetében a bizonytalanságot szimmetrikusnak tekintjük.

4. Piaci inflációs várakozások

A pénzügyi makroelemzők és a gazdaságkutató intézetek által 2001 végére várt infláció gyakorlatilag megegyezik az MNB alapelőrejelzésével. 2002 decemberére vonatkozóan azonban a piaci előrejelzések magasabbak az MNB által várt értéknél (lásd IV.2. ábra).

IV.2. ábra Piaci elemzők inflációs előrejelzései
(a Reuters felmérés kutatóintézetek nélküli részmintája)



Megjegyzés: a várt inflációs pályát az átlagos, a decemberi, és a következő hónapra vonatkozó várakozásokból számítottuk, a tényadatokra a lehető legsimábban illeszkedő görbét választva. Inflációs ütemek az előző év azonos időszakához képest.

A pénzügyi szereplők a sávszélesítést, majd az inflációs célkövetés rendszerének bejelentését követően lefelé módosították a 2002 végére vonatkozó előrejelzésüket. A legfrissebb prognózisok átlaga azonban még így is magasabb az MNB előrejelzésénél. Mivel a Reuters felmérése alapján a makroelemzők a júniusi átlaggal (amire az MNB alapelőrejelzése épül) gyakorlatilag megegyező árfolyamra számítanak, a különbséget nem az árfolyam-várakozások közötti eltérések magyarázzák, hanem az árfolyam-begyűrzésre vonatkozó várakozások különbségeiből fakadhatnak.

1. A monetáris politika új rendszere

A monetáris politika célja

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 a kiszámítható, stabil gazdasági környezet megteremtésével járul hozzá a társadalom jólétének növeléséhez és a tartós gazdasági növekedéshez. Az alacsony infláció elérését segítik a törvényben – az európai uniós követelményeknek megfelelően – megerősített és kiszélesített függetlenségi garanciák.

A dezinfláció költségeinek mérséklése érdekében a jegybank egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációscsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitásnak gyakorlatilag megfelelő 2 százalékos inflációs szint elérésére. A jegybank célja, hogy Magyarország 2004–2005-ben teljesítse az inflációra vonatkozó maastrichti kritériumot. Ez szükséges feltétele annak, hogy Magyarország 2006–2007-től az Európai Monetáris Unió tagjává válhasson. E céllal összhangban, a kormánnyal egyetértésben, 2001 decemberére 7%-os, 2002 decemberére 4,5%-os inflációs szint elérését tűzte ki az MNB. Figyelembe véve, hogy az előre nem látható inflációs sokkok hatásának monetáris eszközökkel történő azonnali ellensúlyozása olyan aktív monetáris politika vitelét igényelné, amelyhez nagyon nehéz lenne a gazdaság szereplőinek alkalmazkodni, a jegybank a meghirdetett dezinflációs pálya körül $\pm 1\%$ -os toleranciasávot jelölt ki. E sáv lehetőséget ad arra, hogy az inflációt érő váratlan hatások eredményeként átmenetileg a kijelölt pályánál alacsonyabb vagy magasabb legyen az árnövekedés üteme, a pályától való tartós eltérésekre azonban mindig a monetáris politika lazításával, illetve szigorításával fog reagálni a jegybank.

Miért kellett váltani?

Az 1995-ben bevezetett szűk sávú csúszó leértékelés ket-tős célt tűzött maga elé. Elsődleges célja az inflációs vára-kozások kedvezőtlen alakulásának megtörése és a mone-táris politika hitelességének megteremtése volt. Az előre bejelentett árfolyampálya kiszámíthatóságára alapozott monetáris politika eredményes volt a 30%-ot meghaladó az inflációs ráta 10%-ra történő mérséklésében, és a gazda-ság versenyképességének megerősítésében. E szintről

azonban 2 éve nem csökkent tovább az árnövekedés üte-me. Bár e kedvezőtlen folyamatban szerepet játszott az el-múlt két évben bekövetkezett negatív inflációs sokkok so-rozata, és a magasabb importált infláció is, de egyre na-gyobb veszélyt jelentett az inflációs várakozások beraga-dása, az infláció inerciális komponenseinek felerősödése. Ez azt tükrözte, hogy a csúszó leértékelésre épülő monetá-ris politika hatékonysága csökken, hiszen ebben a rezsim-ben a jegybank a várakozások koordinálásán alapuló dezinflációt tekintette elsődleges céljának. A kamatpoliti-kát teljes mértékben alá kellett rendelni a külső folyama-tonak, szabadsága a jegybanknak és a kormánynak tulaj-donképpen csak az előre bejelentett leértékelési ütem csökkentésének mértékében és időzítésében volt.

A relatíve gyorsabb és hatékonyabb antiinflációs po-litika megvalósításához a jegybank vezetése a monetáris politika nagyobb függetlenségét biztosító rendszer kiala-kítására tett javaslatot a kormánynak, melynek legfonto-sabb eleme az árfolyamrendszer megváltoztatása volt. 2001. május 3-tól a jegybank és a kormány közös megegye-zéssel – átmenetileg megtartva a csúszó leértékelés 0,2%-os havi ütemét – kiszélesítette a forint euróval szem-beni árfolyam ingadozási sávját $\pm 15\%$ -ra. Az új ingadozási sáv meghatározása során fontos szempont volt, hogy a le-értékelési ütem további mérséklésével, majd megszünteté-sével ez a rendszer kompatibilissé válik az európai árfo-lyam rendszerrel, az ERM II-vel. A monetáris politika lépé-seinek hatékonyabb transzmissziója érdekében szükséges volt a még fennálló tőkekorlátozások eltörlése is, amelyre 2001. június 15.-i hatállyal került sor.

Hogyan fog működni az új rendszer?

A monetáris politika célja az árstabilitás elérése és fenntar-tása. A jegybank e célját elsősorban irányadó kamatainak változtatásával próbálja elérni. A jegybank kamatlépései részben az árfolyam közvetlen árnövekedést fegyelmező erején, részben a reálárfolyam és a reálkamatok aggregált keresletre gyakorolt hatásán keresztül befolyásolják az infláció alakulását. Kis, nyitott országokban, amilyen Ma-gyarország is, a központi bank az árfolyamcsatornán ke-resztül gyakorolhatja a legerősebb és a leggyorsabb hatást a belföldi árakra. Ezért az árfolyam kitüntetett szerepe to-vábbra is megmarad, bár a jegybank sokkal kisebb mérték-

ben tudja meghatározni az árfolyam pályáját, mint a korábbi szűk sávós rendszerben. Ha a jövőben az MNB az árfolyam alakulását az inflációs cél elérése érdekében befolyásolni kívánja, azt elsősorban kamatlépéseken keresztül próbálja meg elérni. A devizapiaci intervenció lehetőségét arra az esetre tartja fenn, ha a devizapiac rendkívüli helyzet alakul ki, és egyéb eszközök mellett szükség van intervencióra is a piac és a várakozások stabilizálásához.

A jegybanki kamatlépések által kiváltott árfolyamváltozás nagysága előre nem látható, elsősorban a pénz- és tőkepiaci szereplők várakozásai fogják meghatározni. Ezért a monetáris lépések meghozatala során a jegybank a jövőben is figyelembe veszi a nemzetközi tőkepiaci folyamatok alakulását, és arra fog törekedni, hogy a reálkamatok és a reálárfolyam együttes változása a monetáris politika optimális mértékű szigorítását, illetve lazítását eredményezze. Arra azonban nincs a jegybanknak lehetősége, hogy a nominális árfolyam alakulását finomra hangolja, a deflációs pályával összhangban lévő árfolyampálya folyamatos alá- és túllövések sorozatán keresztül fog kialakulni.

A jegybanki politika időhorizontja

A jegybanki kamatlépések a különböző csatornákon keresztül hosszabb időszak alatt fejtik ki inflációra gyakorolt hatásukat, becsléseink szerint legalább másfél év múlva tükröződik csak a kamatlépések teljes hatása. Ha előre

nem látható események hatására az infláció ennél rövidebb időhorizonton eltér a kijelölt pályától, a jegybank a következő dilemmával szembesül. Ha szűken értelmezi a feladatát és kizárólag az inflációs pálya megvalósítására koncentrál rövid horizonton is, akkor nagyon aktívan kell a monetáris eszközöket változtatni, mielőtt még a korábbi lépések kifejthették volna teljes hatásukat. Ez a politika a kibocsátás túlzott ingadozását eredményezheti és a társadalom számára veszteséget okozhat. Ezért a kitűzött inflációs cél kisebb kibocsátás-ingadozás melletti elérésére fogunk törekedni, azzal, hogy a jegybank csak a tartós, 1–1,5 éves horizonton is fennálló eltérésekre fog reagálni.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára is világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, a jövőben publikálni fogjuk azokat a prognózisokat és megfontolásokat, amelyek alapján a Monetáris Tanács meghozza a döntéseit. Az inflációt tekintve mindig a következő hat negyedévre adunk prognózist. A döntések meghozatalánál elsősorban az éves és éven túl várható áralkulás esik latba, az első két negyedév inflációját a már megtörtént események dominálják. Mivel az inflációra ható tényezők hatásmechanizmusa összetett, időben változó és bizonytalan, a Monetáris Tanács esetről esetre fog majd dönteni arról, hogy mely hatások voltak erősek, fontosak az adott periódusban. A rugalmasság azonban nem mehet a transzparencia rovására: az inflációs prognózis publikálásán túl a monetáris döntések mögött húzódó mérlegeléseket, és elemezzük az inflációs célkitűzés teljesítését.

2. Előrejelzéseink módszertana

Előrejelzéseinket minden esetben több módszer párhuzamos használatával állítjuk elő, melyek összevetéséből áll elő az alapelőrejelzés. Módszertani értelemben megközelítésünk pluralisztikus, hiszen mind a szakértői információkból, mind az elméleti modellek alapján levonható összefüggésekből, mind a statisztikai előrejelzési technikákból kapott eredményeket felhasználjuk. Módszereink egy része alulról felfelé építkezik, azaz dezaggregált – vállalati, ágazati, termékszintű stb. – információkra épít, míg a másik a nagyobb aggregátumok viselkedését igyekezik megragadni. Az alapelőrejelzés készítésekor a monetáris politikai változók (nominális árfolyam és kamatszint) változatlanul maradnak. Az így kialakuló prognózis tehát azt mutatja meg, hogy a jelenleg fennálló monetáris és külső feltételek fennmaradása esetén hogyan alakulnának a legfontosabb makrogazdasági változók a következő hat negyedévben.

Előrejelzéseink bizonytalansága két forrásból származik: (1) megfelelően ragadtuk-e meg az adott folyamatot meghatározó gazdasági összefüggéseket, (2) az exogén tényezők tényleges megvalósulása eltérhet a figyelembe vett értékektől. Emiatt az alappálya köré egy bizonytalansági sávot határozzunk meg.

Az inflációs prognózis esetében bizonytalanságunk megítélését – az inflációs célkövető rendszert működtető országok gyakorlatát követve – grafikusan is megjelenítjük, ez az ún. legyezőábra (fan-chart). Az ábrát úgy kell értelmezni, hogy a különböző színekkel/árnyalatokkal jelölt területek az inflációnak egy adott valószínűséggel bekövetkező sávját mutatják meg. Az alapelőrejelzésnél magasabb és alacsonyabb inflációnak 50–50% a valószínűsége (tehát ez a medián). Ezt hasonlítjuk össze az inflációs célsávval, és meghatározzuk, hogy milyen valószínűséggel kerülhet fölé vagy alá a tényleges megvalósulás. Fontos megemlíteni, hogy annak ellenére, hogy a legyezőábra az előrejelzési időhorizont vége felé egyre nagyobb területet ölel fel, ez nem jelenti azt, hogy ilyen valószínűsége lesz a ténylegesen megvalósuló inflációnak. Az idő előrehaladtá-

val ugyanis az előrejelzettől eltérő, előre nem látható események, illetve az inflációs pálya megváltozását célzó monetáris lépések megváltoztathatják mind az alappályát, mind a valószínűségi eloszlást. Az inflációs prognózis ezért egy feltételes, jelenlegi tudásunkat tükröző előrejelzésnek tekinthető.

Az inflációs előrejelzés mögött feltételezett közgazdasági összefüggések

A nominális árfolyam megváltozása közvetlenül a külkereskedelemmel versenyző iparcikkek árát módosítja. Ennek a hatásnak az erőssége az egész inflációs előrejelzés egyik kulcsváltozója (lásd 3. sz. melléklet). Mivel a piaci szolgáltatások nem kerülnek külkereskedelmi forgalomba, ezért áruk az iparcikkakkal ellentétben, leginkább a belföldi kondícióktól függ. Hosszú távon a két szektor termelékenysége különbsége, a belső kereslet és a cserearány-változás gyakorol hatást a piaci szolgáltatások inflációjára. Rövid távon ettől a hosszú távú pályától azonban eltéríti a feldolgozott élelmiszerek ármozgása, és a piaci szereplők lassabb alkalmazkodása (ármerevségek). A fel nem dolgozott élelmiszerek árát főképpen szakértői információk alapján jelezzük előre, melynek során figyelembe vesszük a határidős tőzsdék áraiból kinyerhető információkat is. A feldolgozott élelmiszerek árát a fel nem dolgozott élelmiszerek árával, a bérekkel (mint keresleti változóval) és a nominál árfolyammal jelezzük előre. A regulált energia és szolgáltatás árak prognózisát a költségvetési törvényben, valamint az energia-árszabályozás előre bejelentett intézkedéseinek figyelembevételével készítjük el. A piaci energia termékcsoport inflációja az iparcikkakkal és az energiaárakkal mozog együtt. A járműüzemanyag (benzin) termékcsoport árának előrejelzése pedig a világpiaci benzinárból és a nominál árfolyamból számítható, a tervezett jövedéki adóváltozások figyelembevételével.

3. Az árfolyamváltozások inflációs hatása

Egy kis nyitott gazdaságban a devizaárfolyamnak fontos szerepe van a belföldi árak alakításában. Magyarországon az importügyletek során szinte kizárólag külföldi devizában kötik meg a szerződéseket, ezért a forint árfolyama közvetíti a külföldi árakat a belföldi piaci szereplők számára. A csúszó árfolyamrendszer múltbeli, szűk árfolyamsáv melletti alkalmazása alatt megfigyelhető volt, hogy az iparcikkek árai szinte pontosan követték az előre bejelentett leértékelési ütemet, tehát az árfolyam-begyűrűzés értéke gyakorlatilag 100 százalékos volt.

Az árfolyamsáv kiszélesítése azonban nagy valószínűséggel hatást gyakorol az árfolyam-begyűrűzésre. A forint árfolyamának előre kiszámíthatósága jelentősen csökkent és akár nagyarányú változékonyság is kialakulhat a hazai devizapiacra, amelyre 2001 júliusának első felében példát is láttunk. Saját kutatásaink és a nemzetközi vizsgálatok is azt mutatják, hogy az árfolyam változékonysága negatív kapcsolatban áll a begyűrűzés mértékével. Ennek kézenfekvő magyarázata van: a fogyasztói árakat többnyire hosszabb időszakra rögzítik, és nem változtatják percről percre az árfolyam változásával, mivel ez számos ok miatt költséges lenne.

Az árfolyam-begyűrűzés erőssége nagyban függ attól, hogy az árfolyamváltozást a piaci szereplők átmenetinek vagy tartósnak ítélik-e. Ha az árfolyam jelentős változékonyságot mutat – amely a piaci szereplők várakozásainak bizonytalanságát tükrözi –, akkor sokkal kevésbé érvényesítik áraikban az árfolyamváltozást. Mindezekből az következik, hogy a múltbeli hazai adatok vizsgálata alapján nem lehet becslést adni a begyűrűzés számszerű értékére. Ezt az is nehezíti, hogy az árfolyamsáv kiszélesítése után erősödött a forint árfolyama, amelyre a múltban nem volt eddig példa. Nem zárható ki, hogy azonos mértékű árfolyam-gyengülésnek és árfolyam-erősödésnek eltérő erősségű hatása van az infláció ütemére, hiszen bizonyos árak lefelé merevek lehetnek.

Ezért azt az utat választottuk, hogy más, kis nyitott európai országok adatait vizsgálva próbáltunk meg következtetést levonni arra vonatkozóan, hogy az árfolyamváltozásnak Magyarországon mekkora hatása lehet az iparcikkek árára. Öt olyan országot vizsgáltunk, amelyek méret és nyitottság szempontjából hasonlóak Magyarországhoz, több éven keresztül lebegő árfolyamot vagy széles árfolyamsávot alkalmaztak, és ezen időszak alatt árfolyam-erősödés is bekövetkezett. A mintaperiódusokat ter-

mészetesen úgy választottuk meg, hogy lehetőleg homogén monetáris rendszerek alkalmazásának időszakát tartalmazzák: Csehországnál 1996 közepétől, Görögországnál pedig 1998 márciusától indítottuk a mintát, Írország és Portugália esetén 1998 decemberével zártuk a mintaidőszakot, míg Svédországnál az elmúlt hét évet vizsgáltuk.

Olyan modellt állítottunk fel, amelyben hosszú távon teljesül az iparcikkek árának kiegyenlítődési feltétele egy kismértékű eltéréssel, amelyet a bérek trendszerű eltérése indukálhat. Utóbbi hatás Magyarországon például éves szinten 0,3 százalékos tétet ki, azaz hosszú távon az iparcikkek fogyasztói ára Németországhoz viszonyítva közös valutában mérve ennyivel emelkedik éves átlagban.

Rövidebb időtávokon ugyanakkor kisebb mértékben érezteti csak hatását az árfolyam megváltozása. Számszerű eredményeink az öt ország közül Csehországban és Görögországban mutatták legerősebben a begyűrűzést: mindkét országban egy év után közel 50 százalékos, két év után pedig mintegy 75 százalékos begyűrűzés alakult ki egy tartós árfolyamváltozás következtében. A másik három országban ezeknél alacsonyabb értékek adódtak, például két év után is csak mintegy 40 százalékosnak mutatkozott a begyűrűzés.

A magyar árfolyam-begyűrűzés becsléséhez a cseh és görög értékek átlagát használtuk, mert megítélésünk szerint e két országhoz fog leginkább hasonlítani a magyar monetáris rendszer. Tisztában vagyunk ugyanakkor azzal, hogy a magyar eset mind felfelé, mind lefelé eltérhet a választott értékektől. A bizonytalanságot fokozza, hogy az egyes termékek jellemzői és a piaci szerkezet is befolyásolhatja a begyűrűzés számszerű értékét. Például a tömegcikk jellegű ipari termékeknel gyorsabb, míg az egyedi, márkanévhez jobban kapcsolódó termékeknel lassabb begyűrűzés várható. A gazdasági ciklus és a kereslet-kínálat egymáshoz viszonyított aránya is hatással lehet a begyűrűzés értékére. Például ha nagy a kínálat és a verseny az eladók között – amely az iparcikkeknel jellemző lehet –, de enyhe a kereslet, akkor az árfolyam-leértékelődést kevésbé, a felértékelődést pedig erőteljesebben fogják érvényesíteni, míg a gazdasági ciklus felmenő szakaszában, erőteljes kereslet mellett az esetleges leértékelődést erőteljesebben, míg a felértékelődést kevésbé érvényesítik az árakban. Ezen hatásokat a bizonytalansági intervallum számításánál vettük figyelembe.

