



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2002.
február

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági főosztálya
Vezető: Hamecz István, ügyvezető igazgató
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
ISBN 9639 383 236

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 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. Az előrejelzésekben az exogénnek tekinthető tényezők várható alakulása és bizonytalansága a Monetáris Tanács véleményét tükrözi.



Tartalomjegyzék

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA	9
FŐBB ELŐREJELZÉSEINK ÖSSZEFOGLALÁSA	11
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA – KORÁBBI ELŐREJELZÉSÜNK ÉS A MEGFIGYELT FOLYAMATOK	12
1. A 2001. novemberi inflációs előrejelzésünk és a tények összevetése	14
II. MONETÁRIS POLITIKA, KAMAT- ÉS ÁRFOLYAM-ALAKULÁS	16
1. Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés	16
2. Rövid kamatok	17
3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások	18
4. Hozamalakulás	18
III. AZ INFLÁCIÓT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK	22
1. Kereslet.	22
1.1 Külső kereslet és nettó export	25
1.2 Lakossági fogyasztás	27
1.3 Beruházások	29
1.4 Az államháztartás keresleti hatása	30
2. Kínálati oldali folyamatok.	32
2.1 A kínálati oldal konjunkturális folyamatai	32
2.2 Munkapiac.	33
3. Az importált infláció	39
4. A reguláció hatása és egyéb tényezők	40
IV. A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ELŐREJELZÉSE	43
1. Az alap-előrejelzés feltevései	45
2. Az alap-előrejelzés részletei	46
3. Az alap-előrejelzés bizonytalansága	48
4. Inflációs várakozások	49
AKTUÁLIS KÉRDÉSEK	50
1. A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
2. A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
3. Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúra elemzésében?	53

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai és mellékletei

1998

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

Bázishatás a 12 havi árindexben – a benzinárak esete	19
A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható 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 háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

A Monetáris Tanács állásfoglalása

A Monetáris Tanács 2002. február 18-i ülésén megvitatta és publikálásra jóváhagyta a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványt.

*A 2001. decemberi cél
sikeresen teljesült*

A Monetáris Tanács tagjai az infláció alakulása alapján sikeresnek ítélték a 2001. évet. A monetáris politika rendszerének megváltoztatását megelőző két évben, 1999 közepe óta 10% körül ingadozott az éves árnövekedés üteme. A forint árfolyam-ingadozási sávjának kiszélesítése és az inflációs célkitűzés rendszerének bevezetése után az infláció csökkenni kezdett; 2001 decemberére 6,8%-ot ért el, ami alacsonyabb volt, mint a kijelölt 7%-os cél. Az infláció fél év alatt bekövetkezett 4 százalékpontos mérséklődésének egy része a monetáris politika hatókörén kívül eső tényezőknek, elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek és a kőolaj világpiaci árcsökkenésének köszönhető. Ugyanakkor az egyszeri hatások kiszűrésével képzett mutatók is egyértelmű inflációmérséklődésről árulkodnak. A KSH által publikált új maginflációs index a 2001. júniusban mért 10,5%-ról decemberre 8,1%-ra csökkent.

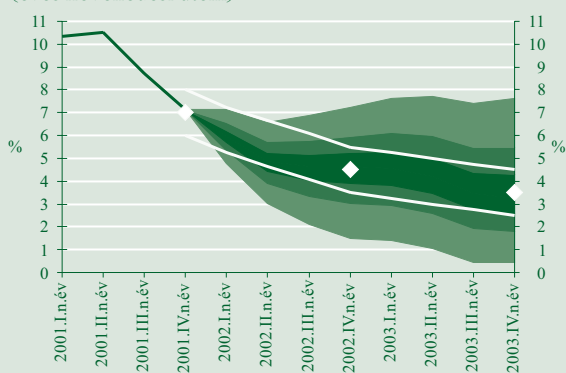
*Lassú a költségoldali
alkalmazkodás*

Az elmúlt időszak tapasztalatai alapján a Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy a gazdaság szereplői viszonylag lassan alkalmazkodnak a meghirdetett dezinflációs pályához. A nominális bérek alakulása sem teljes egészében követte az infláció mérséklődését. Hosszabb távon csak akkor őrizhető meg a vállalkozások jövedelmezősége, ha a nominális költségek tervezésénél figyelembe veszik az értékesítési árak növekedési ütemének várható mérséklődését.

*Árfolyam- és kamatalaku-
lás az előző jelentés óta el-
telt időszakban*

Az előző jelentés óta eltelt időszakban a monetáris kondíciók szigorúbbá váltak. A nemzetközi befektetők érdeklődése nőtt a forintbefektetések iránt, ezek kockázati prémiuma jelentősen csökkent. Ez lehetőséget teremtett arra, hogy a Monetáris Tanács az inflációs várakozások mérséklődését követve, több lépésben csökkentse az irányadó kamatokat. A hosszabb hozamok követtek az irányadó kamatok mérséklődését, ami azt tükrözi, hogy a piaci szereplők szemében is egyre hitelesebbé válik a meghirdetett dezinflációs program. Az

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája emelkedő olajár feltételezése esetén
(éves növekedési ütem)



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A legsötétebb sáv tartalmazza az alap-előrejelzést. A színezett területek összessége 90%-os valószínűséget fed le. Az alap-előrejelzést (mint módszert) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30%-ot fed le; attól távolodva minden sáv 15-15%-os valószínűséget takar. A bizonytalansági eloszlás becslése a múltbeli előrejelzési hibák alapján és a Monetáris Tanács bizonytalanság értékelésének figyelembevételével készült. Az év végi pontok az inflációs célok értékét (7%, 4,5% és 3,5%); az egyes vonalak a mellékletben rendelt $\pm 1\%$ -os toleranciasávot mutatják. Az inflációs prognózis 2002 végére mintegy 24 USD/hordó szintre emelkedő, majd 2003-ban ezen a szinten stagnáló olajár feltételezésével készült.

alacsonyabb hozamok ellenére a forint euróhoz viszonyított árfolyama közel 4%-kal erősödött az elmúlt negyedévben, és a tőkepiaci válságokkal terhelt nyári-ősz-i időszakhoz viszonyítva az árfolyam ingadozása is mérséklődött.

Gazdasági vezetők és elemzők jelenleg 2002 második felére teszik a világ-gazdasági konjunktúra élénkülését, ezért a magyar gazdaság várhatóan az évnek legalábbis egy részében a potenciálisnál alacsonyabb ütemben fog növekedni. Az első félévben a kedvezőtlenebb világ-gazdasági környezet a vállalkozások beruházási keresletét is visszafoghatja. Továbbra is dinamikusan bővíthet a lakossági fogyasztás, ami elsősorban a szolgáltatások területén fékezheti az infláció mérséklődését. Az MNB előrejelzése szerint a fiskális politika keresletélénkítő hatása 2002-ben mérséklődik az előző évhez képest.

A monetáris kondíciók elmúlt negyedévben bekövetkezett szigorodása az infláció gyorsabb mérséklődése irányába hat. Ezt a hatást azonban ellensúlyozhatja, hogy a gazdaság alkalmazkodása a kitűzött inflációs célhoz lassúbb, mint amire az MNB korábban számított. Az elmúlt időszak tapasztalatai alapján a Monetáris Tanács úgy döntött, hogy a jövőben a megfigyelt reakcióknak jobban megfelelő, lassabb árfolyam-begyűrzést vesz figyelembe.

További inflációnövelő tényezőt jelenthet az olajárak emelkedése. A Monetáris Tanács megítélése szerint az élénkülő világ-gazdasági környezetben nem zárható ki a jelenlegi 20 USD/hordó szintnél magasabb olajárak kialakulása az elkövetkező másfél évben. Ezért a Monetáris Tanács az inflációs pályára vonatkozó előrejelzés során azt feltételezte, hogy az olajárak visszatérnek a nemzetközi előrejelzések alapján valószínűsíthető 24 USD körüli szintre.

Változatlan olajár feltételezése esetén az infláció várhatóan az előző jelentésben felvázolt pályán halad. Az alap-előrejelzés minden horizonton a kijelölt célsáv alsó felébe esik. A konzervatívabb, az olajárak emelkedésére alapozott becslés ennél valamivel kedvezőtlenebb képet fest. Az olajárak 4 dolláros megemelkedése rövid távon 0,6 százalékpontos többlet-árnövekedést okoz. Az infláció pályájára gyakorolt hatás attól függ, hogy ez az áremelkedés mikor következik be. Az előrejelzési horizonton belül nincs olyan időszak, amikor a feltételezett olajár-emelkedés hatására a célsávon kívülre kerülne az alap-előrejelzés. A Monetáris Tanács véleménye szerint az olajárak esetleges emelkedéséből fakadó bizonytalanság jelenleg nem igényli a monetáris kondíciók megelőző jellegű szigorítását, bár az ebből származó inflációs kockázatot folyamatosan figyelemmel kell kísérni.

A 2003. évi inflációt befolyásoló egyik legfontosabb kockázati tényező a szabályozott árak, valamint a jövedéki adók alakulása. Az előrejelzésben az a feltételezés szerepel, hogy a regulált árak 2003-ban a deflációs célpálya által meghatározott éves átlagos inflációnak megfelelő mértékben emelkednek.

Ezek alapján a Monetáris Tanács által legvalószínűbbnek tartott feltételeken alapuló inflációs előrejelzés a következő: 2002 első félévében gyors csökkenés után a második félévben a bázishatás és a feltehetően emelkedő olajárak miatt lényegében stagnáló infláció várható, amelynek üteme 2002. év átlagában 5,0%, a 2002. december/előző év decemberi árindex pedig várhatóan 4,8% lesz.

2003-ban tovább folytatódó, lassú defláció várható, éves átlagban 3,9%, 2003. december/előző év december fogyasztói árindex pedig 3,3% körül várható.

Budapest, 2002. február 18.

*Magyar Nemzeti Bank
Monetáris Tanács*

A makrogazdasági környezet támogatja a deflációt

Változások az inflációs előrejelzésben

Az inflációs alap-előrejelzés továbbra is megfelel a kitűzött deflációs pályának

Főbb előrejelzéseink összefoglalása			
(az előző év azonos időszakához képest, %; ha másképp nem jelezzük)			
	2001	2002	2003
	tény/becslés	előrejelzés	
Árindexek			
Fogyasztói árindex (december)	6,8	4,8	3,3
Fogyasztói árindex (éves átlag)	9,2	5,0	3,9
GDP	3,8–3,9	3,0–4,0	3,5–4,5
ebből: belföldi felhasználás	2,0–2,3	3,5–4,5	3,7–5,2
lakossági fogyasztás	3,8–3,9	3,5–4,9	2,5–4,5
állóeszköz-felhalmozás	2,5–3,0	(–1,0)–(3,0)	3,0–6,0
export	9,0–10,0	3,0–8,0	6,0–12,0
import	7,0–8,0	3,5–9,5	7,0–13,5
Folyó fizetési mérleg egyenlege			
a GDP százalékában	–2,2	(–2,7)–(–1,8)	(–3,5)–(–2,4)
milliárd euróban	–1,2	(–1,8)–(–1,2)	(–2,5)–(–1,7)
Államháztartás			
Keresleti hatás (a GDP százalékában)	2,5	0,7	–0,6
Munkapiac (versenyszféra)			
Bérinfláció	13,0	8,0–10,5	5,0–8,0
Foglalkoztatottság változása	0,6	(–1,0)–(0,5)	0,5–1,5

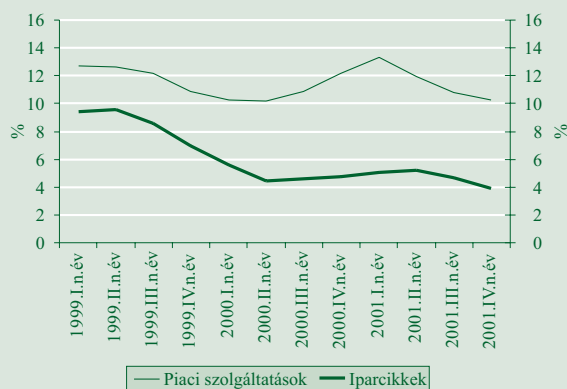
I. Az infláció alakulása – korábbi előrejelzésünk és a megfigyelt folyamatok

A fogyasztói árindex erőteljes csökkenése volt megfigyelhető 2001 második felében. A decemberi tizenkét havi inflációs ráta 6,8%-ra mérséklődött, amely összhangban volt a monetáris politika 2001. decemberre vonatkozó $7 \pm 1\%$ -os inflációs céljával. Novemberi előrejelzésünkben 7,5%-os decemberi inflációt jeleztünk előre, az infláció vártnál gyorsabb mérséklődése elsősorban a világpiaci olajárak csökkenésének és a feldolgozatlan élelmiszerek lassuló inflációjának volt köszönhető.¹ A gyors dezinflációban tehát jelentős szerepet játszottak a monetáris politika által közvetlenül nem befolyásolható és volatilis áralakulású tényezők. Becsléseink szerint a forint május óta bekövetkezett felértékelődése 2001 negyedik negyedévében mintegy 0,8 százalékponttal alacsonyabb árindexet eredményezett ahhoz képest, mint ha a szűk sávós, csúszó leértékeléses árfolyamrendszer maradt volna fenn. Ez a becslött érték azonban csak a rövid távú hatást mutatja, míg a monetáris rendszerváltás teljes dezinflációs hatásának jelentkezését hosszabb távon várjuk.

Előrejelzéseink jellemzően negyedéves folyamatokkal foglalkoznak, így a 2002. januári fogyasztóiárindex-adatot – amely elemzésünk lezártakor érkezett be – részletesen nem elemezzük. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az újabb adat némileg mérsékeltőbb dezinflációt mutat, mint ami a múlt év utolsó negyedévében megfigyelhető volt. Ezt elsősorban átmeneti, „zajos” természetű folyamatok eredményezték (egyes idényjellegű feldolgozatlan élelmiszerek és alkoholtermékek fokozott áremelkedése). A piaci szolgáltatások inflációja azonban a vártnál nagyobb ütemben mérséklődött, és a dezinflációs trend folytatódását mutatja a „zajok” hatásaitól megtisztított maginflációs mutató, valamint a monetáris politika által közvetlenül befolyásolható termékkör (lásd később) inflációs mutatója is.

A fogyasztói kosár mintegy felét adó iparcikkek és piaci szolgáltatások termékcsoportokban folytatódott az éves árnövekedési ütem mérséklődése (lásd I.1. ábra). A 2001-es év első három negyedéves folyamataival ellentétben azonban a piaci szolgáltatások dezinflációjának üteme a negyedik negyedévben lassult, melynek eredményeként nőtt az iparcikkekhez viszonyított inflációs eltérés mértéke is. Megítélésünk szerint az inflációs eltérés növekedését a fogyasztási kereslet dinamikus növekedése és a szolgáltatási szektorban az utolsó negyedévben tapasztalt magas szinten stagnáló bérinfláció okozta.²

I.1. ábra A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációja
(változás az előző év azonos időszakához képest)



¹ A fogyasztói kosár összetevőinek az MNB által számolt, közgazdasági tartalmú csoportosítása. Ez a csoportosítás különbözik a KSH által publikált kategóriáktól és megfelel az Európai Központi Bank csoportosításának. A *Jelentésben* szereplő valamennyi inflációs elemzés erre a felbontásra alapul.

² A szolgáltatási szektorban tapasztalt bérinflációs nyomásról lásd a III.2. fejezet megfelelő részét.

Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások dezinflációján túl a teljes fogyasztói árindex negyedik negyedévi csökkenését elsősorban két tényező okozta: az élelmiszer-infláció lassulása és a jármű-üzemanyagoknak a világpiaci olajárcsökkenés által indukált áresése. A fogyasztói kosár közel 20%-áért felelős élelmiszerek esetében a 2001 második felében megfigyelhető dezinfláció mögött egyrészt az egy évvel korábbi időszak magas bázisa, másrészt a feldolgozatlan élelmiszerek tényleges árcsökkenése állt, amely utóbbi közvetett módon lassította a feldolgozott élelmiszerek inflációját is (lásd I.3. ábra). A feldolgozatlan élelmiszerek dezinflációját a negyedik negyedévben leginkább vezérlő tényező az e termékkörben meghatározó súllyal szereplő sertéshúsárak jelentős csökkenése volt.

A monetáris politika leginkább azon termékek árát képes befolyásolni, amelyek ára szoros kapcsolatban áll az árfolyammal, illetve amelyek érzékenyek az aggregált keresletre. Elemzési célra ezért kialakítottunk egy termékcsoportot, amely a monetáris politika által befolyásolható tételeket foglalja magában. A „befolyásolható” termékek köre az iparcikkeket, a piaci szolgáltatásokat, valamint az üzemanyagok árának forint/euró árfolyamtól függő komponensét foglalja magában (lásd I.4. ábra).³ Az ábrán jól látható, hogy a fogyasztói infláció második felében tapasztalt erőteljes – várakozásainkat is meghaladó – csökkenése jelentős mértékben a monetáris politika által közvetlenül nem befolyásolható tételek dezinflációjával magyarázható. Hasonlóképpen, az ábrán szereplő *maginfláció*⁴ alakulása is azt mutatja, hogy a nagyobb volatilitású komponensek (feldolgozatlan élelmiszerek, benzin, piaci energia és regulált árak) kiszűrésével képzett aggregátum dezinflációja kisebb mértékű volt a teljes fogyasztói körben mért inflációcsökkenésnél.

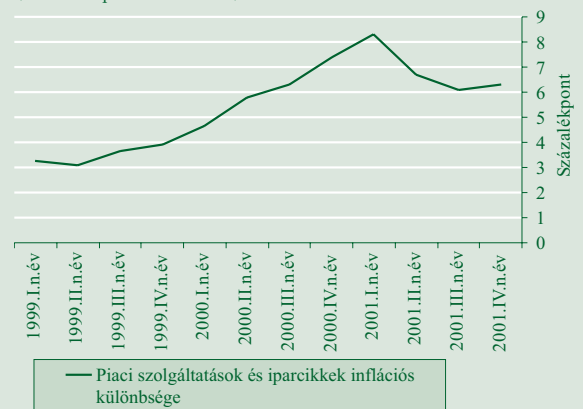
Amint láttuk, a tavalyi inflációs folyamatokra jelentős hatással voltak a jegybank által nem befolyásolható tényezők. Annak érdekében, hogy a monetáris kondíciók árfolyamsáv-szélesítést követő megváltozásának inflációra gyakorolt hatását elkülöníthessük, szimulációkat végeztünk. Megbecsültük, hogy milyen inflációs pálya alakult volna ki akkor, ha fennmaradt volna a szűk sávcsúszó leértékelés rendszere. Ekkor nemcsak az árfolyampálya lett volna eltérő, de figyelembe vettük azt is, hogy abban a rendszerben – a szűk sáv miatt – magasabb volt az árfolyam-begyűrés paramétere (éves szinten közel 100%). A többi változó (például olajár, euró/dollár árfolyam, feldolgozatlan élelmiszerárak, reálgazdasági változók) esetében az év során megfigyelt értékeket vettük figyelembe.

Az I.1. táblázatban látható szimulációs eredmények szerint a 2001. negyedik negyedévi fogyasztói infláció a korábbi árfolyamrendszer fennmaradása esetén a 7,2%-os ténnyel szemben 8%-ra mérséklődött volna. Eszerint a monetáris politika által előidézett dezinfláció mértéke 0,8 százalékponton tehető, tehát a teljes 2001. második felévi dezinflációnak csupán egy negyedét tekinthetjük közvetlenül a monetáris politika által befolyásoltnak. Hosszabb távon azonban a monetáris politika jóval nagyobb hatására számítnak.

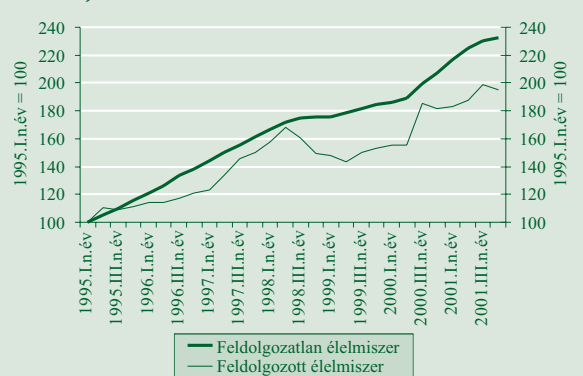
³ A jelzett körön kívül ide sorolható lenne a feldolgozott élelmiszerek árindexe is, hiszen – az aggregált keresleten és az importált infláción keresztül – arra is hat a monetáris politika. A feldolgozott élelmiszerek áralakulását ugyanakkor exogén, átmeneti kínálati sokkok dominálják. Jelen elemzésünkben ezért az élelmiszerek nélkül definiáltuk a „befolyásolható” árindexet, amely így a fogyasztói kosár 52,1%-át fedi le.

⁴ A KSH által 2002-ben publikált új maginflációs mutató.

I.2. ábra A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációjának különbsége
(százalékpontos eltérés)

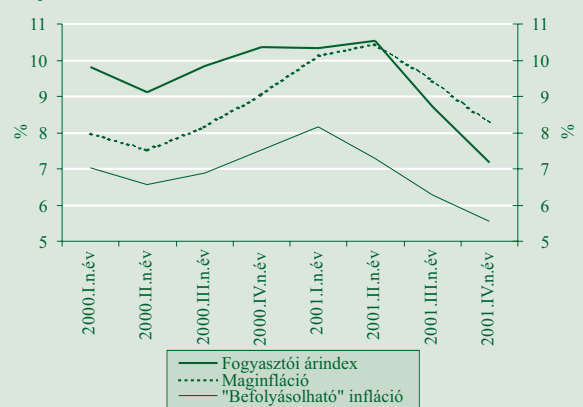


I.3. ábra A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek árszintje*



* 1995. első negyedév = 100, szezonálisan igazított árszintadatok.

I.4. ábra A fogyasztói árindex, a maginfláció és a „befolyásolható” infláció alakulása
(százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)



I.1. táblázat Becslés a szűk sávcsúszó-leértékeléses árfolyamrendszer melletti hipotetikus 2001. negyedik negyedévi inflációra*
(százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)

	Tény	Szimuláció	Különbség
	2001. IV. n. év		
Iparcikkek	3,9	5,1	1,2
Piaci szolgáltatások	10,2	11,0	0,8
Jármű-üzemanyag	-13,1	-10,6	2,4
Fogyasztói árindex	7,2	8,0	0,8

* 2001. május–szeptember között havi 0,2%-os, október–decemberben havi 0,1%-os leértékeléssel számolva.

1. A 2001. novemberi inflációs előrejelzésünk és a tények összevetése

I.2. táblázat Inflációs alap-előrejelzésünk és a tényadatok 2001 negyedik negyedévében

Csoport	Súly	Tény	Novemb- ri előrejel- zés	Különb- ség*	Különb- ség hatása a teljes fogyasztói árindexre
		Előző év azonos időszakához képest, %			
Élelmiszerek	19,0	11,1	12,7	-1,6	-0,3
Feldolgozatlan	5,3	7,6	10,5	-2,8	-0,2
Feldolgozott	13,7	12,3	13,5	-1,1	-0,2
Iparcikk	26,8	3,9	4,0	-0,1	0,0
Piaci szolgáltatások	20,3	10,2	9,9	0,3	0,1
Piaci háztartási energia	1,3	1,4	-0,7	2,1	0,0
Jármű-üzemanyag	5,0	-13,1	-6,9	-6,2	-0,3
Alkohol, dohányáru	9,1	10,4	10,6	-0,2	0,0
Regulált árak	18,6	8,9	8,7	0,2	0,0
Fogyasztói árindex	100,0	7,2	7,7	-0,5	-0,5

* Különb-
ség = tény – előrejelzés, százalékpontban, kerekített értékek.

A 2001. novemberi *Jelentésben* közzétett negyedik negyedévi inflációs előrejelzés 0,5 százalékponttal felülmúlta a tényadatot (lásd I.2. táblázat). A felülbecslés mértéke felerészről az élelmiszerárak, felerészről pedig a jármű-üzemanyagok vártnál erősebb dezinflációjával magyarázható. Ezzel szemben alulbecsültük a piaci szolgáltatások inflációját.

A novemberi prognózis és a tényadat eltérése két forrásból eredhet. Egyrészt abból, hogy az inflációt meghatározó exogén folyamatokra adott feltevéseink eltértek a tényleges folyamatoktól, másrészt pedig abból, hogy előrejelző modellünkben nem jól ragadtuk meg a fogyasztói árak alakulását meghatározó gazdasági mechanizmusokat.

A novemberi előrejelzésünk feltevéseihez képest a negyedik negyedévben az inflációs előrejelzést meghatározó exogén folyamatok – a dollár/euró árfolyamon az importáltiparicikk-infláció és a szabályozott árak kivételével – dezinflációs irányba mozdultak el (lásd I.3. táblázat). Az előrejelzésünk tényadatoktól vett eltéréseért 50%-ban felelős üzemanyagárak esetében a prognózis ténytől való eltéréseinek magyarázata az exogén változókra adott speciális feltevésekben rejlik. A jármű-üzemanyag áralakulását meghatározó világpiaci *olajár előrejelzésénél* – mivel általában ez a leghatékonyabb előrejelzés –, azt a technikai feltevést alkalmaztuk, miszerint az árak az utolsó eltelt hónapban mért szinten maradnak. A Brent olajár e technikai feltevéshez képest bekövetkezett jelentős esése, valamint a forint/euró árfolyam erősödése magyarázzák a gépjármű-üzemanyag árakra adott előrejelzésünk ténytől vett eltérését.

Az élelmiszer-infláció előrejelzése és a tényadat közti eltérés a *feldolgozatlan élelmiszerek* előrejelzésénél felmerülő nehézségekkel magyarázható. A feldolgozatlan – és azon keresztül a feldolgozott – élelmiszerek árait befolyásoló mezőgazdasági termelői árak ugyanis erősen ingadoznak, és jövőbeli alakulásuk csak nagy bizonytalansággal jelezhető előre. Ezért a novemberi előrejelzés készítésekor a harmadik negyedévben tapasztalt élelmiszer-dezinflációt nem tekintettük tartós folyamatnak, és kevésbé mérséklődő inflációt feltételeztünk a negyedik negyedévre. A feltételezésünkkel ellentétesen bizonyult negyedik negyedévi folyamatot elsősorban a feldolgozatlan termékkörben nagy súlyt képviselő sertéshús nem várt áresése okozta.

Novemberi feltevésünkhöz képest ugyancsak dezinflációs irányban változott a fogyasztói inflációt igen nagymértékben – bár elsősorban csak hosszabb távon – alakító *forint/euró árfolyam*. Az előrejelzést megelőző utolsó eltelt hónap átlagán rögzített konstans árfolyamfeltevés szabályának megfelelően a novemberi előrejelzésnél 255,9 forint/euró árfolyammal számoltunk, aminél a negyedik negyedév átlagos árfolyamszintje 1,7%-kal erősebb volt. A forintárfolyam erősödése dezinflációs irányba hat közvetlenül az iparcikk és egyéb importált termékek (olaj, egyes élelmiszerek) és közvetve a piaci szolgáltatások termékkörben. A novemberi feltevésnél erősebb árfolyam ellenére a negyedik negyedévre adott novemberi iparicikk-infláció előrejelzésünk gyakorlatilag megegyezett a tényértékkel. Ez egyrészt azzal magyarázható, hogy az árfolyam-erősödés belföldi

I.3. táblázat A novemberi előrejelzés feltevései és a 2001. negyedik negyedévi tények

Feltevés	Novemberi előrejelzésben szereplő érték	2001. negyedik negyedévi tény
Forint/euró árfolyam (Ft)	255,9	251,4
Brent kőolajár (USD/hordó)	25,5	19,3
Dollár/euró árfolyam (cent)	91,0	90,0
Importált iparicikk-infláció*	0,5	1,7
Feldolgozatlan élelmiszer-infláció**	10,5	7,6
Ezen belül: vágósertésárak***	0,0	-4,7
Szabályozott árak**	8,7	8,9

* Német iparicikk-infláció, évesített negyedév/negyedév index.

** Éves index.

*** Átlagos egyhavi áremelkedés.

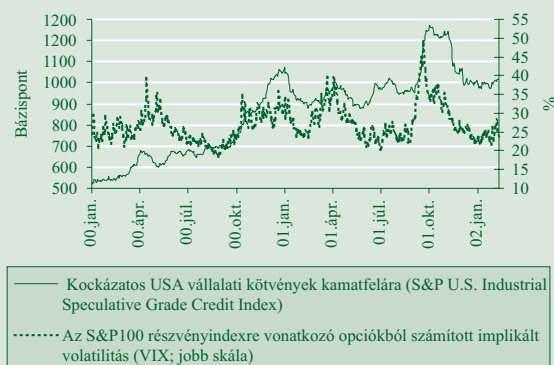
árakra gyakorolt hatása (árfolyam-begyűrzés) csak fokozatosan, hosszabb időtávon keresztül valósul meg, másrészt pedig azzal, hogy az *importált iparcikk-infláció*n keresztül a vártnál erősebb inflációs hatás jelentkezett a negyedik negyedévben.

Az elmúlt félév tapasztalatai alapján szükségesnek találtuk megvizsgálni az iparcikk és a piaci szolgáltatások termékcsoportokra alkalmazott előrejelzési módszereink helyességét. Modellünkben az *iparcikk*ek áralakulását elsősorban a forint/euró árfolyam és az importált (német) iparcikk inflációja befolyásolja, míg egyéb tényezők (lakossági kereslet, bérek stb.) hatása kisebb jelentőségű. A modell felülvizsgálatának eredményei azt mutatják, hogy 2001 második félévében – az exogén folyamatok tényleges alakulásának ismeretében is – szisztematikusan alulbecsültük az iparcikk és a piaci szolgáltatások inflációját. Ez azt a feltételezést erősíti meg, hogy az árfolyamerősödés hatására az iparcikk inflációja nem csökken a korábban feltételezett mértékben, azaz az árfolyam-begyűrzés kisebb, mint ahogy azt gondoltuk. Ezért az új előrejelzésben az árfolyam-begyűrzés mértékét az előző két *Jelentés*ben feltételezettnél alacsonyabb szinten állapítottuk meg, mely korrekcióról bővebben a IV. fejezetben lesz szó.

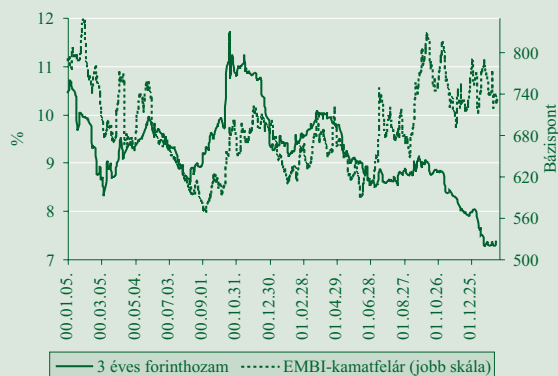
Modellünkben a *piaci szolgáltatások* inflációja hosszú távon a Balassa-Samuelson hatáson keresztül határozódik meg, azaz az iparcikk inflációjától vett különbség elsősorban a két szektor termelékenységkülönbségéből adódik. Emellett hosszú távon a belföldi fogyasztási kereslet is befolyásolja a piaci szolgáltatások árait, míg rövid távon egyéb tényezők (bérek, élelmiszer- és energiaárak) hatását is figyelembe vesszük. A piaci szolgáltatások és iparcikk inflációs különbségét is alulbecsültük. Megítélésünk szerint az inflációs különbözet alulbecslése magyarázható a belföldi fogyasztási kereslet dinamikus növekedésével és a szolgáltatási szektorban a novemberi előrejelzéshez képest erősebb év végi bérinflációval. Ezért úgy ítéltük meg, hogy a piaci szolgáltatások esetében nem szükséges változtatnunk az előrejelzési módszerünkön.

II. Monetáris politika, kamat- és árfolyam-alakulás

II.1. ábra Globális kockázati mutatók



II.2. ábra Az EMBI spread és a 3 éves forinthozam*



* 2001. dec. 5-től az index súlyozása megváltozott, Argentína súlya jelentősen csökkent, több más országé nőtt. Az összehasonlíthatóság miatt a grafikon az új súlyrendszerrel visszaszámított értékeket tartalmazza.

II.3. ábra A Magyar Állam által kibocsátott márkakötvények kamatfelára a hasonló német államkötvények hozama felett



1. Nemzetközi gazdasági környezet és kockázati megítélés

Bár az árfolyamsáv kiszélesítése óta a jegybanknak nagyobb lehetősége van a monetáris kondíciók befolyásolására, a kamatlépések időzítését és árfolyamra gyakorolt hatását jelentős mértékben befolyásolják a kosárvalutát jegyző Európai Központi Bank kamatlépései és a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium ingadozásai.

A hazai monetáris politika szempontjából kiemelkedően fontos euróövezetben a hozamalakulást az EKB lazító monetáris politikája határozta meg. Az alacsony növekedés és az olajárak esése jelentősen csökkentette az inflációs nyomást, ezért az európai jegybank november 8-án újabb 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamatait. 2001-ben az EKB irányadó kamata összesen 150 bázisponttal, 4,75%-ról 3,25%-ra csökkent. Az infláció várható csökkenése és a mélyülő német és olasz recesszió ellenére a piaci szereplők nem várnak további kamatcsökkentést 2002 első negyedévében.

A magyarországi befektetések kockázati megítélését a nemzetközi befektetők kockázattalállási hajlandóságának változásai határozzák meg. Ez utóbbit az országspecifikus, azaz csak Magyarországot érintő tényezőkön kívül befolyásolhatja a regionális (Kelet-Közép-Európára vonatkozó), tágabban a feltörekvő piacokkal szembeni, végül pedig a fejlett országokban megmutatkozó kockázattalállási hajlandóság.

A fejlett országokban az üzleti ciklus nehezen megítélhető jövőbeli alakulása miatt egyébként is nagy bizonytalanság a szeptember 11-i, USA elleni terrortámadás után tovább növekedett. A gyors afganisztáni katonai sikerek nyomán azonban konszolidálódott a piaci hangulat, és november végére a kockázattalállási hajlandóság mutatószámai mind az USA-ban, mind Nyugat-Európában a terrortámadást megelőző szintre csökkentek (lásd II.1. ábra). Ezt követően azonban számottevő javulás az amerikai piacokon már nem volt megfigyelhető, továbbra is nagy a bizonytalanság az amerikai gazdaság fellendülésének várható időpontja körül.

A feltörekvő piacok kockázati megítélése a fejlett világhoz hasonlóan gyorsan (november végére) kiheverte a terrortámadás után azonnal jelentkező látványos bizalomvesztést. Ezt követően azonban nem javult a helyzet, sőt decemberben összességében újra romlott a feltörekvő piaci kockázati megítélést tükröző EMBI kamatfelár-index (lásd II.2. ábra). A bizalom újbóli megingása feltehetően összefüggésben volt az argentin gazdasági és politikai válság eszkalálódásával. Hozzá kell azonban tenni, hogy

egyelőre nem lehet komoly „fertőzőes” hatásról beszélni, sőt a tapasztalatok szerint a piaci szereplők a korábbi (délkelet-ázsiai, orosz válság során megfigyelt) gyakorlattal ellentétben az argentin államcsődöt követően elég jól különbséget tettek az egyes feltörekvő piaci országok között. A kelet-közép-európai feltörekvő régióra az argentin csőd egyáltalán nem gyakorolt negatív hatást.

A kelet-közép-európai régió kockázati megítélése tekintetében a rendelkezésünkre álló egyetlen, nem Magyarország-specifikus mutatószám a lengyel dollárkötvények kamatfelára. A fejlett országokhoz hasonlóan november végére itt is eltűnt a terror-támadás miatti bizalomvesztés hatása, de ezt követően nem volt megfigyelhető számottevő javulás.

Országspecifikus kockázati mutatónk, a magyar márkakötvények kamatfelára november végéig nagyjából együtt mozgott a fejlett országokat reprezentáló indexekkel. Ezt követően azonban egyedi és régióspecifikus hatások tűntek fel: a mutató december második felében kedvezőbben alakult a globális kockázati megítélés tendenciáinál. 2002. január közepére elérte azt az alacsony szintet, ami az előző év közepén az argentin és török gazdasági problémák súlyosbodását megelőzően jellemezte. Eközben a hosszú lejáratú forinthozamok ennél jóval nagyobb mértékben estek, messze a 2001 közepén megfigyelt szintjük alá. A magyarországi befektetésekkel szembeni bizalom javulásának hátterében a folyó fizetési mérleg hiányának,¹ illetve az inflációnak a piac által vártnál jóval kedvezőbb alakulása állhatott (lásd II.3. ábra).

2. Rövid kamatok

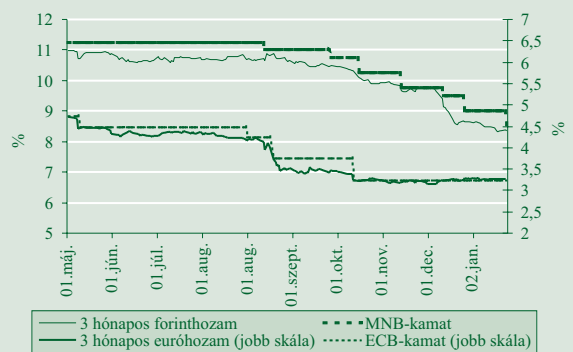
A jegybank kamatlépései részben közvetlenül, részben pedig közvetve, az árfolyam alakulásán keresztül befolyásolják a monetáris kondíciókat. A jegybank megítélése szerint az infláció alakulását legközvetlenebb módon az árfolyam-várakozások alakítják. Ezért a kamatpolitika alakításában fontos szerepe van a kockázati prémium ingadozásaihoz történő alkalmazkodásnak, az árfolyam simításának.

A forintbefektetések megítélése számottevően javult az előző Jelentés lezárása óta. Ez lehetőséget teremtett arra, hogy az MNB, az inflációs várakozások mérséklődését követve, több lépésben csökkentse kamatait. Az elmúlt év októberétől 2002. február végéig 10,75%-ról 8,5%-ra, 225 bázisponttal csökkent az irányadó kamatláb (lásd II.4. ábra). A forintkamatok mérséklődése ellenére csökkent az árfolyam korábban jellemző ingadozása, és november óta folyamatos erősödés figyelhető meg.

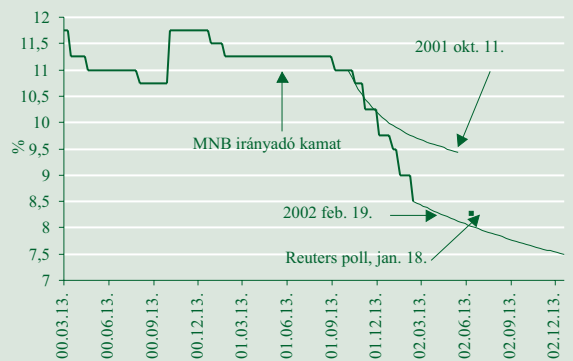
A hozamgörbéből származtatott forward hozamok, valamint a Reuters felmérése alapján képet kaphatunk a piaci szereplőknek a hazai jegybanki kamatra vonatkozó várakozásairól. A forward hozamok alapján elmondható, hogy a piaci szereplők október végén felülbecsülték a 2002. eleji kamatszintet, azóta azonban folyamatosan csökkentek az inflációs és ezzel párhuzamosan a kamatvárakozásaik is. 2002. júniusig további 50 bázispontos kamatsökkentést várnak. A Reuters január 18-i felmérése június végére a hozamgörbénél magasabb kamatvárakozást mutat, a megkérdezett elemzők várakozásának az átlaga 8,3% (lásd II.5. ábra).

¹ A szóbanforgó időszak megelőzte a 2000–2001-es folyófizetésimérleg-adatkorrekciójának 2002. február 18.-i bejelentését.

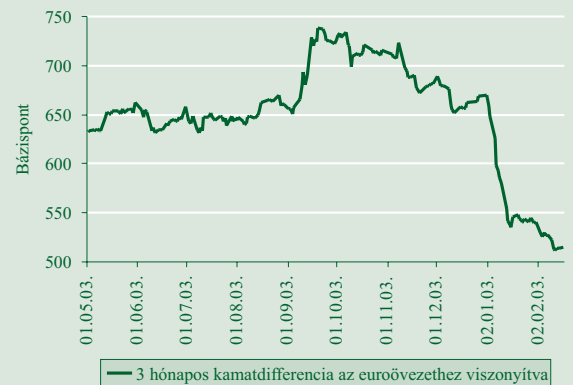
II.4. ábra Jegybanki irányadó kamatok és a rövid piaci hozamok



II.5. ábra A jegybanki irányadó kamat és várakozások a hozamgörbe és a Reuters felmérése alapján



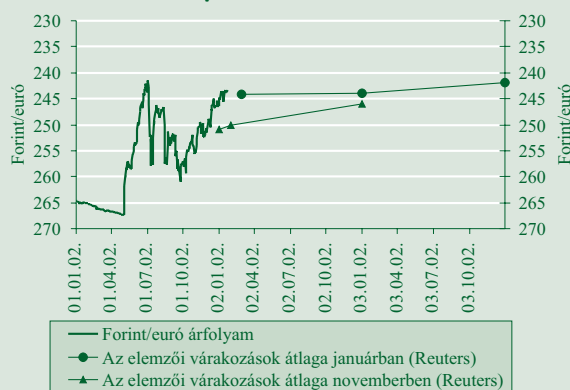
II.6. ábra 3 hónapos kamatkülönbséget az euróvezetthez viszonyítva



A három hónapos forinthezám a november eleji 10,5% körüli szintről január végére 8,5% körüli szintre süllyedt. Mivel a vizsgált időszakban a forinthezámok jobban csökkentek, mint a hasonló lejáratú euróhozamok, ezért a kamatkülönbözet, ami október végén még meghaladta a 700 bázispontot, megközelíti az 500 bázispontos szintet (lásd II.6. ábrát a 17. oldalon).

3. Árfolyam-alakulás és tőkeáramlások

II.7. ábra A forint árfolyamának alakulása és az elemzői árfolyam-várakozások



A szeptemberi terrorista támadás hatásának elmúltával októbertől január végéig – néhány napos visszaeséstől eltekintve – a forint folyamatosan erősödött. Az árfolyam erősödésében – mint láttuk – ország- és régióspecifikus tényezők egyaránt szerepet játszottak.

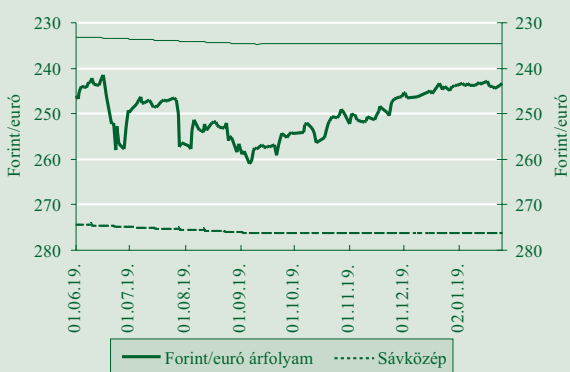
Az elemzői várakozások a kialakult erős árfolyamszint fennmaradását vetítik előre. A Reuters által megkérdezett elemzők a legutóbbi inflációs jelentésünk óta eltelt időszakban hónapról hónapra egyre erősebb forintárfolyamot vártak ugyanazokra a jövőbeni időpontokra. Míg a 2002. év végére vonatkozó várakozások csak enyhe forinterősödést jeleztek, a közelebbi horizontok esetében a spot árfolyam erősödésével párhuzamosan változtak a várakozások is, ami arra utal, hogy a piaci szereplők tartósan ítélték a januárban kialakult forintárfolyamot. Így a várakozásokat ábrázoló görbe fokozatosan elfordult a távoli időpont körül úgy, hogy a rövidebb horizontok szegmense felfelé emelkedett. A II.7. ábra a havonta végzett felmérések közül a novemberi és a 2002. januári felmérés eredményeit mutatja (a 2003. év végi árfolyamra a Reuters 2001. decembertől gyűjt be előrejelzéseket).

A forint erősödésével (lásd II.8. ábra) párhuzamosan változott a tőkeáramlások összetétele. A szeptembertől januárig tartó időszakban a szezonálisan kiigazított adatok enyhén növekvő folyófizetésimérleg-hiányt mutatnak. Az éves hiány azonban még így is kedvezőbben alakult, mint 2000-ben. A hiány finanszírozása továbbra sem jelent problémát, a III. negyedévi átmeneti visszaesés után a nem kamatérzékeny tőkebeáramlás szeptemberben ismét növekedésnek indult, elsősorban a nagyobb működőtőke-beáramlásnak köszönhetően (lásd II.1. táblázat). A rendelkezésünkre álló adatok alapján egyedül októberben volt tapasztalható részvénytőke-kiáramlás a vizsgált időszakban.

A július–augusztusban megindult kamatérzékeny tőkekiáramlás folytatódott az év végéig. A kiáramlás mögött azonban szeptembertől már nem a külföldiek devizakereslete áll: novemberig a vállalatok külföldi devizahitel-visszafizetései, decemberben pedig a háztartások devizabetét-növekedése generálta a devizakeresletet. Hozzá kell azonban tenni, hogy a háztartások devizabetétei jórészt a korábban a bankrendszeren kívül tartott, de az év végén euróra váltott devizamennyiség miatt növekedtek meg: becsléseink szerint a lakosság novemberben 7,5 milliárd Ft, decemberben 34,7 milliárd Ft értékben helyezett el eurószámlán korábban a bankrendszeren kívül tartott tagvalutát. A lakossági devizabetét-növekedésnek ez a része valószínűleg nem befolyásolta a devizapiaci kereslet-kínálatot.

A vállalatok nettó külföldi devizabevonása a szeptembertől novemberig tartó időszakban növekvő mértékben negatív volt.

II.8. ábra A forint árfolyama



II. 1. táblázat A devizapiaci kereslet-kínálat összetevői

Milliárd forint

	2001*						
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	október	november	december
I. Jegybanki intervenció	-177,9	-163,0	0	0	0	0	0
II. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-62,9	-195,1	70,9	-130,7	-18,4	-31,0	-81,3
III. Nem kamatérzékeny tőkeáramlás (1+2)	137,5	168,6	117,0	149,2	54,5	50,5	44,2
1. Működőtőke-beáramlás (magánszektor)	131,9	178,7	109,1	164,6	72,1	48,9	43,7
2. Részvény	5,7	-10,0	7,9	-15,4	-17,6	1,6	0,6
IV. Kamatérzékeny tőkeáramlás (1+2+3+4)	42,9	65,5	-192,3	-182,9	-91,8	-66,1	-24,9
1. Külföld összesen (a+b)	85,2	221,0	-119,1	77,5	21,1	47,8	8,6
a) Külföldiek állampapír-állományának változása	90,8	195,1	-56,7	113,2	23,4	29,4	60,4
ebből: rövid	-2,1	11,2	-61,7	41,3	23,2	6,4	11,6
hosszú	92,9	183,9	5,0	71,9	0,2	23,0	48,7
b) Külföldiek forintbetétei	-5,7	25,9	-62,3	-35,7	-2,3	18,3	-51,8
2. Kereskedelmi bankok (mérleg szerinti nyitott pozíció vált.)	65,5	-12,7	-24,1	-87,0	-47,4	2,4	-42,1
3. Vállalatok (a+b)	-100,0	-149,0	-41,1	-126,1	-61,4	-106,5	41,8
a) Belföldi nettó devizahitel-változás	-26,1	-15,3	21,7	-76,0	-21,1	-13,9	-41,0
b) Külföldi nettó devizahitel-változás	-74,0	-133,7	-62,8	-50,1	-40,3	-92,6	82,7
4. Háztartások	-7,7	6,1	-8,0	-47,2	-4,2	-9,8	-33,2
V. Egyéb*	60,3	126,1	51,1	204,2	69,6	60,7	73,9
VI. A jegybank napi egyenlő összegű devizavásárlása	0	-2,1	-46,7	-39,8	-13,8	-14,1	-12,0

* A 2002. február 18-án publikált korrigált fizetési mérleg adatok alapján.

** A külföldiek állampapír-állományának változása eitérhet a KELER letéti statisztikáiban közltekől a nem-rezidenseknek nyújtott állampapír-repőügyletek miatt.

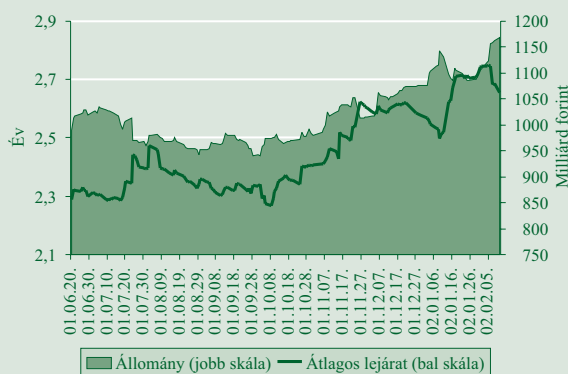
*** Az Egyéb kategória tartalmazza az MNB-nek és az államháztartásnak a folyó fizetési mérlegben megjelenő tranzakcióit, az egyéb pénzintézetek devizakeresletét és a statisztikai hibát.

Valószínűsíthető, hogy a gazdaság lassulása és a beruházások visszafogása miatt csökkent a vállalatok finanszírozási igénye. Felhalmozott devizaeszközeik pedig lehetővé tették, hogy saját forrásból törlesszék a devizahiteleket. Decemberben ez a tendencia megállt: míg a belföldi devizahitelek visszafizetése felgyorsult, addig a külföldről felvett hitelek állománya nőtt.

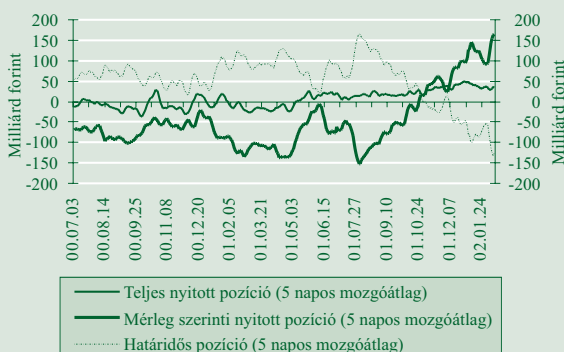
A külföldiek állampapír-állománya szeptemberben még csökkent, de már ekkor megállt a hosszú lejáratú állampapírok a török és argentin válság után jellemző eladása. Ennek köszönhető, hogy a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átlagos lejárata a III. negyedév utolsó szakaszában már nem csökkent tovább (lásd II.9. ábra). Októbertől növekedésnek indult mind a rövid távú, mind pedig a hosszú távú állampapír-állomány, amit elsősorban javuló kockázati megítélésünkkel és a befektetők szokásos év eleji portfólióátrendezésével magyarázhatunk. Decemberben és januárban a relatíve nagyobb hosszú távú állampapír-vásárlás mellett a külföldiek jelentős mértékben fektettek be a rövid távú állampapírokba is, aminek eredményeként átmenetileg csökkent a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány átlagos lejárata.

A bankok októberig közel zárt teljes devizapozíciót tartottak fenn, majd fokozatosan hosszú pozícióra tettek szert (lásd II.10. ábra). December közepétől a mérleg szerinti és a mérleg alatti pozíciók előjelei megváltoztak. A bankok január közepére jelentős mértékben, több mint 150 milliárd forintra növelték a hosszú deviza(követelés)-pozíciójukat a mérlegben. Így szakítottak az azal a már hosszú ideje fennálló gyakorlattal, miszerint a mérlegben több vagy kevesebb rövid pozíciót tartottak fenn. A határidős pozíciók ugyan rövid pozícióba mentek át, de nem tudtak lépést tartani a mérleg szerinti hosszú pozíció növekedésével.

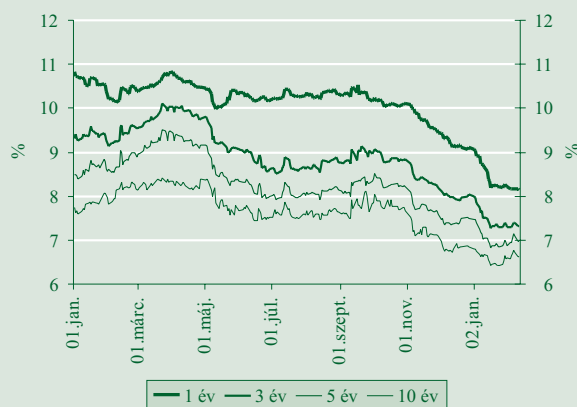
II.9. ábra A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és átlagos lejárata



II.10. ábra bankok deviza nyitott pozíciójának alakulása (MFB nélkül)

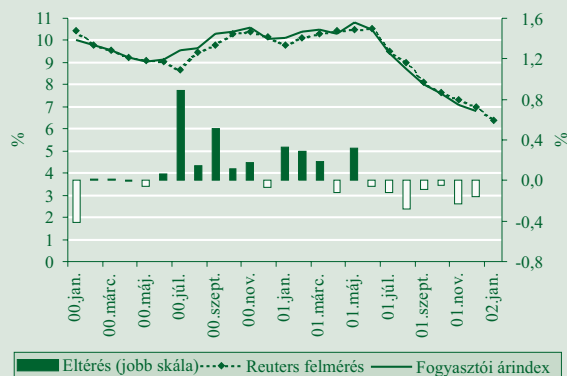


II.11. ábra Zéró-kupon hozamok*

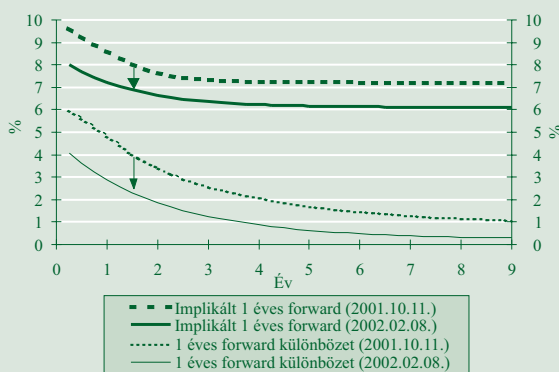


* A zéró-kupon hozamgörbe becslése Svensson-féle specifikációval történt.

II.12. ábra A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



II.13. ábra A származtatott* egyéves forint forward hozamok, valamint a forint és euró forward különbség



* A zéró-kupon hozamgörbe becslése Svensson-féle specifikációval történt.

4. Hozamalakulás

Az előző Jelentés (2001. november) óta eltelt időszakban az állampapír-piaci hozamok számottevően mérséklődtek (lásd II.11. ábra). A hozamcsökkenés szakaszosan, három nagyobb hullámban történt. November első felében a nemzetközi kockázati mutatókkal (lásd II.2. fejezet) szinkronban javult a magyar befektetések kockázati megítélése is. Decemberben és január elején már nem a globális kockázat és kockázattvállalási hajlandóság, sokkal inkább a közép-kelet-európai régió és ezen belül is a magyar gazdaság középtávú kilátásai indukáltak jelentős tőkebeáramlást a térségbe. A hazai makrogazdasági mutatók alakulása is a befektetői optimizmust erősítette.

Az infláció csökkenése is némileg a várakozásokat meghaladó ütemű volt (lásd II.12. ábra). A vártnál gyorsabb dezinfláció növelte a 2002-re vonatkozó kamatcsökkenési várakozásokat: az elemzők az októberi Reuters felméréshez képest közel 1 százalékponttal alacsonyabb irányadó kamatot és 1 éves állampapír-hozamot várnak az év végére.²

A kamatvárakozások és a kamatprémium jelentős csökkenése tükröződik a zéró-kupon hozamgörbe elmozdulásában. A származtatott forward hozamok minden lejáraton lejjebb tolódtak a 2002. októberi állapothoz képest. A forward hozamgörbe elmozdulása lényegében párhuzamosan történt. Ezzel egyidőben az euró forward hozamgörbe laposabbá vált, így a forwardkülönbözlet lejárat szerinti pályája a spot hozamok gyorsabb konvergenciáját vetíti előre az elkövetkező két évben (lásd II.13. ábra).

A 2002 végére vonatkozó elemzői inflációs várakozások átlaga júniustól decemberig minden hónapban 5,3 és 5,5% között volt, és csak januárban csökkent 5,1%-ra. A forward különbözlet pályájának elmozdulásai az inflációs célkitűzéses rendszer bejelentése óta jellemzően párhuzamosak voltak, a görbe teljes hosszára közel egyforma mértékben terjedtek ki. Ez is arra utal, hogy a hozamok mozgásában a kockázati prémium játszotta a nagyobb szerepet, az inflációs várakozások csak kisebb mértékben befolyásolták az elmúlt fél évben.

December óta rendelkezésre áll a 2003 végére vonatkozó elemzői inflációs várakozás is, ami azt mutatja, hogy az inflációs cél hosszabb horizonton is élvezi a piac bizalmát. Hasonlóan a 2002 végére vonatkozóhoz, a 2003-as várakozások is magasabbak az MNB és a kormány által meghirdetett inflációs célnál, de kivétel nélkül a középtér körüli $\pm 1\%$ -os toleranciasávban, annak felső felében vannak.³

² A két felmérés átlagai közti eltérés statisztikailag szignifikáns.

³ Lásd: IV-6 ábra.

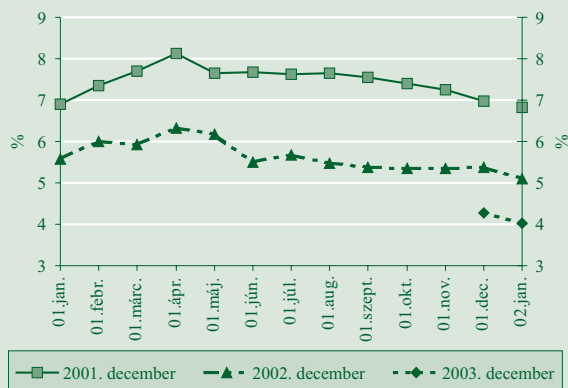
A hozamcsökkenés mértéke nagyobb volt annál, mint amit a nemzetközi kockáztvállalási hajlandóság változása megmagyarázhatna.

A lényegében változatlan inflációs és árfolyam-várakozások⁴ sem okozhatták a hozamgörbe elmozdulását (lásd II.14. ábra). A magyar állampapír-hozamoktól elvárt kockázati prémium csökkenésében, annak országspecifikus részében *döntő tényező lehetett az inflációs bizonytalanság mérséklődése*.

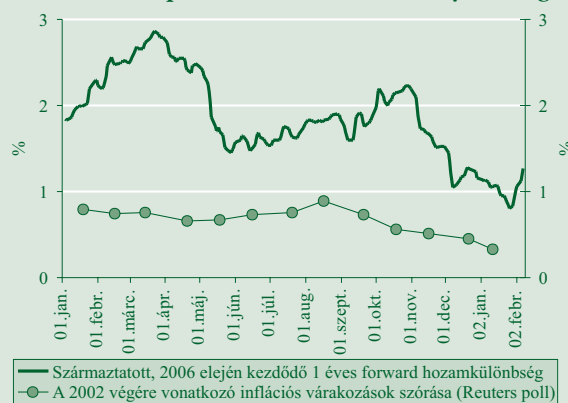
A magyar állampapír-hozamok alakulásában meghatározó külföldi befektetők aktivitásából arra lehet következtetni, hogy az elmúlt hónapok jelentős vásárlásai mögött az elvárt prémium csökkenése, a kamatkonvergencia kiaknázásának szándéka állt. Az általuk tartott állampapír-állományban a 2002 után lejáró kötvények súlya jelentősen megnőtt, míg a rövid papírok állománya közel 70 milliárd forinttal csökkent. A devizapiac jelenleg leglikvidebb szegmensében, a deviza-swap ügyletekben a külföldiek szeptember 11-e előtt elsősorban a forint erősödésére spekuláltak, míg azóta inkább az általuk vásárolt és tartott állampapírok árfolyam-kockázatának fedezésére törekednek.

Az átlagos hátralévő futamidő növelése, az árfolyamkockázat kiküszöbölése együttesen arra utalnak, hogy a külföldi befektetők nagyobb valószínűséget rendelnek egy korai (2006–2007-ben történő) EMU-csatlakozáshoz, és állampapír-vásárlásaikat elsősorban konvergenciavárakozás és nem rövid távú árfolyam-várakozás motiválja. A 2006-ra beárazott 1 éves forward különbség változása azt mutatja, hogy *2006-ban Magyarország és az euró-zóna között az egy éves lejáraton a kamatkülönbség egy százalékpont körüli szintre csökkenhet (lásd II.15. ábra)*. Ez a különbség még soha nem volt ilyen alacsony, legutolsó mélypontját – 1,5%-ot – 2001 júniusában érte el.

II.14. ábra 2001, 2002 és 2003 decemberére várt infláció (Reuters felmérés, trimmelt átlagok)



II.15. ábra Forint-euró forward különbség* változatlan időpontra és az inflációs bizonytalanság

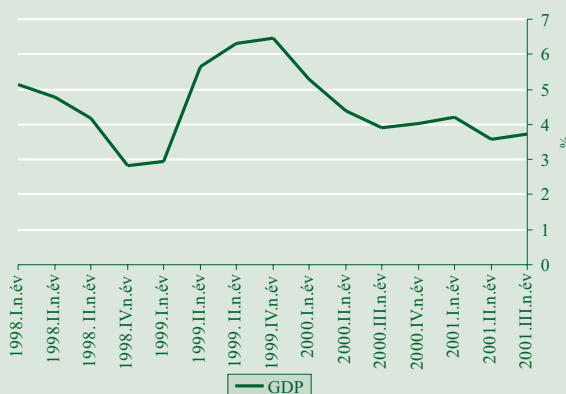


* A zero-kupon hozamgörbe becslése a Svensson-féle specifikációval történt.

⁴ A Reuters-felmérésből az látszik, hogy a 2002 végére várt árfolyam sokkal kisebb mértékben változott, mint a 2001 végére várt.

III. Az inflációt meghatározó tényezők

III.1. ábra A GDP negyedéves növekedési üteme
(az előző negyedévhez viszonyított évesített növekedési ütem, szezonálisan igazított adatok alapján)



1. Kereslet

A magyar gazdaság 2001 első három negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva 4%-kal, ezen belül a harmadik negyedévben 3,7%-kal nőtt. A konjunkturális folyamatokat jobban érzékeltető rövid bázisú (negyedév/előző negyedév típusú) növekedési ütemeket tekintve azt láthatjuk, hogy a tavalyi év során a gazdaság dinamikája meglehetősen stabilnak mutatkozott, az évesített növekedési ütemek 4% körül ingadoztak (lásd III.1. ábra).

A gazdasági növekedést kínálati oldalról elemezve az ipari termelés szintje – a külső kereslet alakulásának megfelelően – 2000 vége óta gyakorlatilag stagnált, míg a szolgáltatások bővülése folyamatos maradt. Keresleti oldalról a növekedés meghatározó tényezője a háztartások fogyasztásának bővülése volt. A beruházások növekedési üteme csökkent, és a készletek leépülése következtében a bruttó felhalmozás mérsékelte a gazdasági növekedés ütemét. A bruttó felhalmozás lassulásának GDP-re gyakorolt negatív hatását tompította, hogy az az importdinamika gyors visszaesésével járt, ami – átmenetileg – emelte a nettó exportot.

A beruházások harmadik negyedévi lassulása a novemberi *Jelentésben* vázolt tendenciának megfelelő volt. Miközben az export növekedési üteme korábbi előrejelzésünknek megfelelően alakult; az import a vártnál erőteljesebben lassult, amit a beruházások alakulása mellett a nagyarányú készletleépítéssel magyarázhatunk. A 2001-es év egészét tekintve a gazdasági növekedést 3,8–3,9%-ra becsüljük.

Ebben a *Jelentésünkben* a reálgazdaságot befolyásoló exogén tényezők közül a külső keresletre vonatkozó előrejelzésünket jelentősen lefelé módosítottuk. A rendelkezésre álló új információk birtokában a külső kereslet növekedésében a fordulópontot időben eltoltuk, 2002-ben a fellendülés lényegében csak az év második felétől érezhető hatását, azaz lassú, fokozatos kilábalásra számítunk. Ez alapján 2002-re a novemberi *Jelentés* ún. „pesszimista” forgatókönyvéénél is kedvezőtlenebb kilátásokat várunk. Aktuális *Jelentésünkben* készítünk először 2003. év egészére prognózist: ez kereskedelmi partnereink importkeresletének élénkülését jelzi előre.

Előrejelzésünk szerint 2002-ben a gazdaság növekedési üteme tovább lassul. Főbb kereskedelmi partnereink importkeresletének előző évi visszaesése exportunkban késleltetve is érezhető hatását. Továbbá az export növekedési ütemét az is lassítja, hogy a tavalyi reálfelértékelődés késleltetett hatása is ebben az évben jelentkezik. Nemzetgazdasági szinten az előző évhez vi-

szonyítva a beruházások növekedési ütemének mérséklődésére számítunk. Az állam beruházási politikája ugyanis feltételezésünk szerint nem ellensúlyozza teljes mértékben a magánszektor beruházásának ütemcsökkenését. 2002-ben ugyanis várhatóan csökken a vállalati beruházások volumene az év első felében még stagnáló külső kereslet miatt. A belföldi felhasználást ugyanakkor magasan tartja, hogy eközben a lakossági fogyasztás bővülése a korábban feltételezetttnél erősebb lesz, a magasabb reálbérek miatti kedvezőbb lakossági rendelkezésre álló jövedelem hatására. Kínálati oldalról az előző *Jelentésünkben* feltételezetttnél lassabb, kissé rugalmatlanabb munkapiaci nominális alkalmazkodás a GDP növekedését fékezi, és a feldolgozóipari versenyképességet is rontja.

A munkapiacot tavaly két nominális sokk is érte: az árfolyam nominális felértékelődése és a vártnál gyorsabb dezinfláció. 2002-re a munkapiac e sokkokhoz való alkalmazkodási bizonytalansága miatt két szélső forgatókönyvet is készítettünk, egyik változatban előretételeztünk, míg a másikban visszatekintő bérezési magatartást feltételeztünk. *Előretételeztünk* bérezési magatartás feltételezése esetén a gazdasági növekedés mintegy 0,2%-kal magasabb szintet ér el 2002-ben, mint az alap-előrejelzésben. Az alacsonyabb reálfelértékelődés miatti exportgyorsulás hatása ugyanis nagyobb mértékű, mint a fogyasztás – a mérsékeltebb bérnövekedés miatt bekövetkező – lassulása. A *visszatekintő* bérezési magatartást feltételező scenárióban, mindez fordítva zajlik le, a gazdasági növekedés üteme 0,2%-kal alacsonyabb lesz, mint az alap-előrejelzésben.

A 2003-as évben a fogyasztási kereslet csökkenő ütemű növekedésére számítunk a versenyszféra mérsékeltebb reálbérnövekedése és az államháztartási bérkifizetések alacsonyabb dinamikája miatt. Az üzleti ciklus fellendülésével összhangban a beruházások nagyobb mértékű bővülését prognosztizáljuk. A vállalati szektor beruházási tevékenységének élénkülésével a belföldi felhasználásban a bruttó felhalmozás részesedése növekszik, ami csökkenti a nettó exportot.

A belföldi végső értékesítés kategóriáját azért értelmezzük, hogy a készletváltozást és az egyéb, nem specifikált felhasználást is magában foglaló belföldi felhasználás rendkívüli ingadozását kiszűrjük. A belföldi végső értékesítés és a nettó export azon része, amely nem tartalmazza a készletváltozás miatti importigényt, hozható kapcsolatba a külső és belső konjunkturális tényezőkkel és megbízhatóbban jelezhető előre.

Az infláció szempontjából nem a teljes belföldi felhasználás, hanem csak a lakossági kereslet változása gyakorol közvetlen hatást a fogyasztói árak szintjére. Ebben az évben a fogyasztási kereslet élénkülése az év elején lassítja a dezinflációs folyamatot. 2003-ban a lakossági fogyasztás mérsékeltebb növekedése már enyhén dezinflációs hatású lehet.

A cserearány-változások 2001-ben várhatóan nemzetgazdasági szinten nem csökkentették a bruttó hazai reáljövedelmet (GDI-t). 2002-re mintegy 1 százalékos cserearány-javulást feltételeztünk, amit a nemzetközi előrejelzések is alátámasztanak. 2002-ben a javuló cserearányok miatt a belföldi felhasználás gyorsabban nőhet a GDP-nél. 2003-ra prognózisunkban – éves szinten – semleges cserearányhatással számolunk, így a cserearányok nem térítik el a bruttó hazai reáljövedelem és a GDP növekedési ütemét. Prognózisunkban a belföldi felhasználás

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

	Tény*	Előrejelzés			
	2000	2001	2002	2003	%
Lakossági fogyasztás	4,1	3,8–3,9	3,5–4,9	2,5–4,5	
Háztartások fogyasztási kiadásai	4,3	4,4–4,6	4,1–5,5	3,0–5,0	
Természetbeni társadalmi juttatások	3,4	1,3	2,3	1,9	
Közösségi fogyasztás	2,9	1,4	1,9	1,7	
Állóeszköz-felhalmozás	7,7	2,5–3,0	(–1,0) – (+3,0)	3,0–6,0	
„Belföldi végső értékesítés”*	4,9	3,3–3,5	3,2–4,0	3,5–4,5	
Készletfelhalmozás**	9,2	(–15,0)–(–20,0)	5,0–15,0	5,0–15,0	
Belföldi felhasználás	5,1	2,0–2,3	3,5–4,5	3,7–5,2	
Export	21,8	9,0–10,0	3,0–8,0	6,0–12,0	
Import	21,1	7,0–8,0	3,5–9,5	7,0–13,5	
GDP ¹	5,2	3,8–3,9	3,0–4,0	3,5–4,5	

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

** Egyéb, nem specifikált felhasználás.

III. 2. táblázat A folyó fizetési mérleg hiánya és a szektorok finanszírozási képessége
(a GDP százalékában)

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

* Konsolidált államháztartás (MNB-vel együtt).

** Pénzügyi és nem pénzügyi vállalkozások összesen.

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

GDP-nél gyorsabb növekedése miatt a külső egyensúlyi pozíció romlására számítunk (lásd III. 1. táblázat).

A folyó fizetési mérleg hiányát 2002-ben 1,2–1,8 milliárd euróra, 2003-ban pedig 1,7–2,5 milliárd euróra becsüljük. 2001-ben a folyó fizetési mérleg előző évhez viszonyított javulása azzal magyarázható, hogy a magánszektor finanszírozási képességének növekedése a GDP arányában nagymértékű volt. A vállalati szektor gyorsan alkalmazkodott a külső konjunktúra lassulásához és felhalmozási kiadásait csökkentette. A vállalkozások jövedelmezőségének csökkenése a reálfelértékelődés miatt nemzetgazdasági szinten még nem érezte hatását 2001-ben. A fizetési mérleg javulása azért is figyelemre méltó, mert a világpiaci olajárak gyors csökkenése 2001-ben még nem jelentkezett egyenlegjavító tényezőként az előző évhez viszonyítva: az energia számlán összesen mintegy 100 millió euróval magasabb kiadás jelentkezett.²

A 2001-es alacsony fizetésimérleg-hiány alátámasztja azt a feltevést, hogy a jelenlegi gazdasági lassulásból való kilábalás elhúzódó lesz (lásd III. 2. táblázat). Az importdinamika csökkenéséből arra következtethetünk, hogy nemzetgazdasági szinten a beruházások növekedési üteme a vártnál jobban csökkent. A vállalati szektor beruházásai a negyedik negyedévben valószí-

¹ 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. A KSH adatrevíziója miatt ezeknél a tételeknél a felfelé irányuló kockázat erősebb, lásd Aktuális kérdések.

² A kőolaj árcsökkenése miatti mintegy 200 millió eurós megtakarítást áll szemben a gázárképzés késleltetett szabálya miatti több mint 300 millió eurós többletkiadással.

nűleg visszaestek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A vállalkozások készletleépítése és beruházási döntéseiknek elhalasztása pedig erősíti azt a feltételezést, hogy a magyar gazdaság élénkülése, ezen belül az export és a vállalati beruházások felfutása a második félévtől várható.

Alap-előrejelzésünk szerint 2002-ben a nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye várhatóan kismértékben növekszik: noha az államháztartás finanszírozási igénye mérséklődik, eközben várhatóan csökken a magánszektor finanszírozási képessége is. A lakosság fogyasztása és beruházása előrejelzésünk szerint a GDP arányában gyorsabban nő, mint a rendelkezésre álló jövedelme, és ez eredményezi a háztartások finanszírozási képességének csökkenését. A vállalati szektornál az első félévben az előző évi tendencia folytatódására számítunk, felhalmozásait a GDP arányában nagyobb mértékben fogják vissza, mint amilyen ütemben rendelkezésre álló jövedelmük csökken. A második félévben ez a tendencia fordul, és a külső konjunktúra élénkülése mellett jövedelmezőségük javul, és növelik beruházásaikat. Alap-előrejelzésünkben éves szinten a vállalati szektor finanszírozási igénye kismértékben nő.

Elképzelhető ugyanakkor, hogy 2002-ben a vállalati beruházások csak lassan élénkülnek, így a vállalatok finanszírozási igénye a tavalyi – igen alacsony – szinten marad. Ez esetben a teljes nemzetgazdaság külső finanszírozási igénye a tavalyi 1,6%-os GDP arányos szint alatt maradhat (ekkor a folyó mérleg nominális hiánya 1,2 milliárd eurós szinten várható).

2003-ban a gazdaság ciklikus pozíciójának változásával a vállalatok – a külső konjunktúra élénkülése miatt – növelik beruházásaikat, így finanszírozási igényük ebben az évben növekszik. Feltételezésünk szerint az államháztartás nettó finanszírozási igénye már jelentősen csökken. Ez azonban kisebb mértékű, mint a magánszektor finanszírozási képességének csökkenése, így a külső finanszírozási igény emelkedik.

1.1 Külső kereslet és nettó export

A vállalati viselkedés tavalyi évet meghatározó jellegzetessége volt, hogy az import gyorsan reagált a külső kereslet lassulására: a beruházási dinamika lefékeződése és a készletleépítés miatt növekedési üteme erőteljesen lassult. Noha a külső kereslet visszaesése 2001 elejétől az exportban is éreztette hatását, az exportdinamika éves szinten az importénál magasabb maradt. Ennek oka, hogy az export a külső kereslet lassulására tompítottan reagált, s a tavalyi reálfelértékelődés még nem fejtett ki jelentős hatást. 2002-től azonban ez utóbbi tényező hatása várhatóan erőteljesebben jelentkezik a külkereskedelmi folyamatokban, ami főként az export viszonylag alacsony növekedési ütemében mutatkozik meg.

A külső kereslet alakulása

A külső kereslet a harmadik negyedévben az elemzői várakozásokat jóval meghaladó mértékben esett vissza, a külső konjunktúra fellendülésének kezdetére vonatkozó bizonytalanság nem csökkent.³ Az eurórégió országaira vonatkozó előremutató jelzőszámok és a fontosabb bizalmi indexek alakulása most azt vetíti

³ Külső kereslet alatt 11 fő külkereskedelmi partnerünk magyar exportszerkezet szerint súlyozott importjának alakulását értjük.

III.3. táblázat A külső konjunktúra alakulása – MNB-előrejelzés és külföldi kutatóintézetek prognózisai

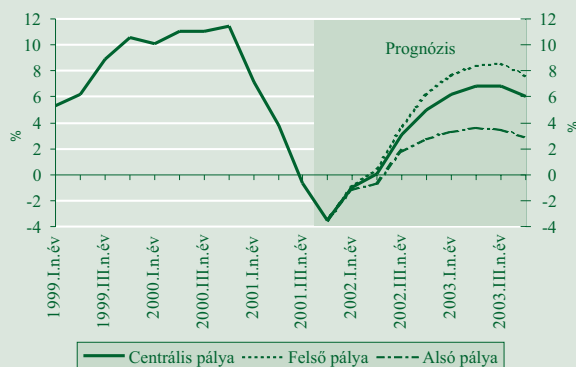
(11 fő kereskedelmi partnerünk exportszerkezetünk szerinti súlyokkal vett átlaga)

	2000	2001		2002		2003
	tény	új	korábbi	új	korábbi	új
Tájékoztató jelleggel: kereskedelmi partnereink GDP növekedése						
MNB alap-előrejelzés	3,3	1,1	–*	1,2	–*	2,9
MNB becslési sáv		1,1–1,2	1,1–1,3	0,7–1,5	1,2–1,8	2,1–3,4
OECD		1,2	1,3	1,2	1,4	2,9
IMF		1,0	1,8**	1,0	2,2**	–
Economist Poll		1,5**	1,6**	1,0**	1,5**	–
JP Morgan		1,1	1,2	0,7	1,2	2,4
Az effektív külső kereslet (kereskedelmi partnereink importkeresletének) alakulása						
MNB alap-előrejelzés	10,9	1,7	–*	1,8	–*	6,5
MNB becslési sáv		1,5–1,8	3,1–3,5	0,7–2,4	3,5–6,0	3,3–8,1
OECD		2,6	2,6	2,9	3,2	6,9
JP Morgan**		1,6	2,6	1,5	2,9	7,5

* Novemberben az MNB csak alap- (a magasabb index) és pesszimista forgatókönyv szerinti előrejelzést adott, a becslési sáv ezeket tükrözi.

** EMU-12-re vonatkozó adat. OECD: Economic Outlook, Developments in Individual OECD Countries (2001. nov./2001. okt.) IMF: World Economic Outlook (2001. dec./2001. okt.) JP Morgan: World Financial Markets (2002. I. né./2001. IV. n.év.).

III.2. ábra A külső kereslet prognózisa
(éves növekedési ütem)



előre, hogy a fellendülés csak 2002 második felétől érezteti hatását. A megmaradt nagyfokú bizonytalanságra tekintettel a külső kereslet alakulására vonatkozó előrejelzéseinkben konzervatívabbá váltunk, az 1992–94. évi recesszió lefutását adaptáltuk a jelenlegi helyzetre. Ezáltal alap-előrejelzéseink nem térnek el a nemzetközi kutatóintézetek prognózisaitól. Becslésünk bizonytalansága azonban meglehetősen nagy (lásd III.3. táblázat).

Előrejelzésünk szerint a külső kereslet 2002 első felében mérsékelt növekedésnek indul. Intenzívebb bővülés azonban csak az év második felétől lesz megfigyelhető. Korábbi prognózisaink tapasztalatai alapján az előrejelzési sávunk nem szimmetrikus az alappálya körül, hanem egy alacsonyabb dinamika irányába mutatnak a kockázatok (lásd III.2. ábra).

A reálárfolyam alakulása

A külkereskedelmi folyamatok alakulását előrejelzésünkben a külső keresleten kívül a reálárfolyam befolyásolja. A lehetséges reálárfolyam-mutatók közül a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálfektív árfolyamot vesszük figyelembe két fő ok miatt. Egyrészt ez teszi lehetővé a legközvetlenebb értelmezést a feldolgozóipari termelők profitabilitásának alakulására vonatkozóan (a különféle áralapú reálfektív árfolyammutatók esetében ugyanis számos egyéb pótlólagos feltevésre van szükségünk ahhoz, hogy közvetlenül értelmezni tudjuk őket). Másrészt e mutató statisztikai szempontból is viszonylag jó minőségűnek tekinthető.⁴ Alap-előrejelzésünk szerint feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapon a reálfelértékelődés mértéke két év (2001 és 2002) alatt meghaladja a 15%-ot (lásd a II.2 fejezetet), amihez mérhető reálárfolyam-felértékelődés 1991 óta nem volt megfigyelhető a magyar gazdaságban.

Külkereskedelem

Az export alakulását a külső kereslet lassulása mellett tehát a versenyképesség jelentős mértékű romlása befolyásolja. Ezek a hatások azonban késleltetéssel jelentkeznek, mert a korábban lekött szállításokat a reálárfolyam megváltozása már nem érintette, jövedelmi pozícióikat pedig a beruházások visszafogásán, a készletek leépítésén keresztül a vállalkozások átmenetileg stabilizálták. 2002-ben az export lassulásának mértékét nagyjából fele részben magyarázza az addig bekövetkezett reálfelértékelődés, és ugyancsak fele részben a külső kereslet visszaesése.

Az áruimport dinamikája 2001-ben az exportét meghaladóan esett vissza. Ennek oka, hogy a vállalkozásoknak a külső konjunktúrához és a forint felértékelődéséhez való – a beruházások visszaesésében és készletleépítésben megnyilvánuló – alkalmazkodása a belföldi felhasználás lassulását eredményezte. A belföldi felhasználás szerkezete ráadásul a kevésbé importigényes tételek irányába tolódott el. 2002-ben a belföldi végső kereslet oldaláról az importkereslet várhatóan még csak szerény mértékben növekszik, a külső konjunktúra javulása következtében beinduló készletfelhalmozás azonban pótlólagos importigényt támaszt. A külső konjunktúra fellendüléséhez igazodva 2003-tól a belföldi felhasználás szerkezetében feltételezéseink szerint növekszik a bruttó felhalmozás részesedése, ami további lendületet ad az import bővülésének.

⁴ Bővebben ld. MNB Füzetek 1998/8.

A szolgáltatások körében az árukhoz hasonló folyamatok hatottak: 2001-ben a bevételek növekedési üteme a kiadásokét meghaladó volt. Az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások esetében 2002-ben továbbra is fennmarad ez a helyzet, az idegenforgalmi bevételek⁵ a külső kereslethez igazodva azonban idén alacsonyabb ütemben bővülnek, mint a gyorsabban növekvő lakossági fogyasztás által meghatározott idegenforgalmi kiadások. 2003-tól az idegenforgalomban a bevételek, az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások körében pedig a kiadások bővülése lesz nagyobb mértékű.

A nemzetgazdasági áru- és szolgáltatásexport az éves átlagos növekedési ütem alapján tehát – a 2001. évihez képest nagyjából változatlan ütemű külső keresletbővülés mellett – 2002-ben jóval alacsonyabb lesz. Ekkor ugyanis az export dinamikáját 2001-ben stabilizáló tényezők már nem érvényesülnek, ugyanakkor a reálfelértékelődés erőteljesebben érezteti hatását. 2003-ban a külső kereslet már felfelé húzza, a 2002-ből áthúzódó reálfelértékelődés azonban továbbra is lefelé nyomja majd az export bővülési ütemét. Az ellentétes hatások eredőjeként az év egészében ugyan magasabb exportnövekedéssel, de szélesebb bizonytalansági sávval számolunk. Az import növekedési üteme az exportnál valamivel magasabb lesz, mert eleinte a leépült készletállomány feltöltése zajlik majd, és az exportértékesítés felfutása csak későbbre várható. 2002-ben ezért a nettó export GDP-hez való hozzájárulása negatív lesz, és a külső konjunktúra élenkülésével a beruházások dinamikáján keresztül ugyanez várható 2003-ra is (lásd III.3. ábra). A 2002–2003-ra várható negatív nettó export – a külső egyensúly romlása – tehát a konjunktúraciklus felívelő szakaszának természetes velejárója.

1.2 Lakossági fogyasztás

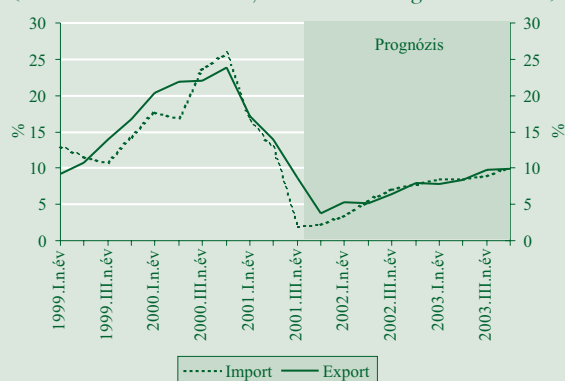
A háztartások fogyasztási kiadása 2002-ben várakozásaink szerint magasabb lesz a korábban prognosztizátnál. Ez elsősorban a vártnál lassabb versenyszféribeli nominális béralkalmazkodásnak – azaz a magas reálbér-növekedésnek – tulajdonítható. Ezt erősíti, hogy az államháztartási szektorban kifizetett jövedelmek 2002-ben az előző évhez képest számottevően növekednek. 2003-ban ezen hatások elmúltával már lassuló fogyasztási dinamikát prognosztizálunk (lásd III.4. ábra).

2001-ben a lakossági fogyasztási kiadások 4,5%-os növekedésével számolunk. A versenyszféra nominális béreinek lassú alkalmazkodása a deflációhoz, valamint a vártnál nagyobb bérkifizetés az államháztartási szektorban 0,2 százalékponttal növelte a fogyasztást az előző *Jelentésben* szereplő prognózishoz képest. A 2001-es előrejelzés értékét technikai értelemben a 2000-es év adatainak revíziója is módosította (lásd: Aktuális kérdések: A GDP-adatok revíziójának hatása előrejelzésünkre),

⁵ Előzetes számításaink szerint a GDP szerinti idegenforgalmi bevételek volumenindexe 2001. negyedik negyedévében visszaesést mutat, ami elsősorban a külső konjunktúra és a relatív árak alakulásával magyarázható. Vizsgálataink alapján a 2001. szeptember 11-i terrorcselekmények érdemi befolyást nem gyakoroltak az idegenforgalom számaira. Az euróövezet országai nemzeti valutájának 2001. év végi beváltása miatt pedig az idegenforgalmi bevételek adata korrigálásra került, tehát az idegenforgalmi számokban nincs a folyamat trendjét jelentősen eltérítő egyedi hatás (ld. MNB Havi Jelentés, 2001. november és december).

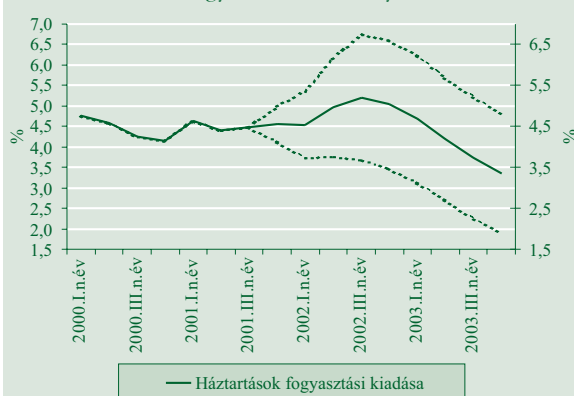
III.3. ábra A GDP szerinti export és import várható alakulása

(éves növekedési ütemek; szezonálisan kiigazított adatok)



III.4. ábra A háztartások fogyasztási kiadásainak várható növekedése*

(előző év azonos negyedévéhez viszonyítva)



* 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.

amely a többi tényező változatlansága esetén korábbi előrejelzésünkénél 0,5 százalékponttal alacsonyabb volumenindexet eredményezett volna 2001-re.

A fogyasztási kiadások várható bővülése 2002-ben 4,9%, amely magasabb a novemberi előrejelzésünkhöz viszonyítva, míg 2003-ban a fogyasztás növekedésének alapértéke 4,0%. A lakossági fogyasztási kiadásainak legfőbb meghatározója a háztartások reálkeresetének alakulása. A továbbiakban a jövedelmeket két (verseny és államháztartási) szektorban vizsgáljuk.

Előrejelzésünk szerint a versenyszektor dezinflációhoz való nominális alkalmazkodása 2002-ben már viszonylag gyorsabb lesz (azaz a béremeléseket nagyobb mértékben igazítják a jövőbeni inflációs várakozásokhoz), így ebben a szektorban a mérséklődő reál-keresettömeg növekedésre számítunk. Az államháztartás reál-keresettömeg növekedése prognózisunk szerint 2002-ben meghaladja a versenyszféra keresettömegének növekedését. A fogyasztási kiadások 2002-es növekedésében tehát jelentős mértékben szerepet játszik a fiskális impulzus tavalyi évről áthúzódó hatása, illetve a 2002-es évben expanzív költségvetési bérpolitika. Számításaink szerint⁶ ez a hatás önmagában, 2002-ben mintegy 0,7 százalékponttal növeli a fogyasztási kiadások növekedési ütemét, amit csak részben ellensúlyoz a versenyszektor 2001-hez viszonyított alacsonyabb keresettömegének növekedése.

2003-ban mind a versenyszféra mind az államháztartási szektor keresettömegének növekedése lassul, azonban az államháztartási jövedelmek növekedése továbbra is meghaladja a versenyszféraét. Összességében 2003-ban a nemzetgazdasági szinten lassuló reál-keresettömeg növekedése eredményezi a fogyasztás növekedési ütemének csökkenését.

Az előrejelzés két fő bizonytalansági pontja a munkapiac tavalyi nominális sokkokra adott reakciójából, illetve a háztartások megtakarítási hajlandóságának esetleges módosulásából fakad.

A versenyszektor nominális béreinek alkalmazkodási sebessége (azaz az előre és a visszatekintő bérezési magatartás aránya) a vártnál gyorsabb dezinflációhoz a reál-keresettömeg alakulásán keresztül befolyásolja a háztartások fogyasztási kiadásait. A munkapiac részben kifejtett „azonnali” nominális alkalmazkodása (előretekintő bérezési magatartás) esetében a fogyasztási kiadások volumene 2002-ben 0,1 százalékponttal alacsonyabb az alappályához viszonyítva. Amennyiben a versenyszektor nominális bérei egyáltalán nem alkalmazkodnak az alacsonyabb inflációhoz (visszatekintő bérezési magatartás), a fogyasztási kiadások volumene 2002-ben 0,2 százalékponttal magasabb lenne az alapértékhez képest. Meg kell azonban jegyezni, hogy a lassú nominális alkalmazkodás csak rövid távon jelent nagyobb fogyasztási keresletet, mivel a növekvő reálbérek a romló versenyképesség miatt nagyobb kibocsátási veszteséget és foglalkoztatás csökkenést eredményeznek, ami középtávon a fogyasztás csökkenését vonja maga után.

A háztartások megtakarítási magatartásában rejlő bizonytalanságnak oka a lakosság 2001. novemberi és december nettó finanszírozási képességének növekedése. Jelenleg nem áll rendelkezésünkre elegendő információ annak eldöntésére, hogy a

⁶ Lásd: 2001. novemberi *Jelentés*, Aktuális kérdések fejezete: *A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben*.

megtakarítási ráta növekedése a tavaly év végén jelentkező nagyobb bérkifizetések átmeneti megtakarításának vagy a megtakarítási ráta hosszú távú emelkedésének következménye. Ugyanakkor hosszabb távon – a trendszerűen mérséklődő likviditáskorlátok miatt – a háztartások megtakarítási rátája trendszerűen csökken, amely ezt a hatást ellensúlyozhatja. A rövid és hosszú távú folyamatok eredőjeként tehát a lakosság megtakarítási hajlandóságának változatlanságával számolunk alapelőrelzésünkben, amely körül a bizonytalanság eloszlása szimmetrikus.

1.3 Beruházások

A beruházások növekedése 2001 harmadik negyedévében tovább lassult. Ebben meghatározó szerepe volt a feldolgozóipari cégeknek, amelyek termelési és értékesítési kilátásai romlására a beruházásaik visszafogásával reagáltak. A szolgáltatások területén az első három negyedév szintén a beruházási ütem csökkenését mutatta. Ezzel szemben az állami és lakossági szektor dinamikusan növelte a beruházásait. A szállítás, telekommunikáció ágazat mintegy 10%-os bővülése azt jelzi, hogy ettől a negyedévtől az autópálya-építések már az aggregált számokban is jelentkeznek. A lakásépítések dinamikája magas, az ingatlanügyletek ágazat tartja 25% körüli bővülési ütemét.

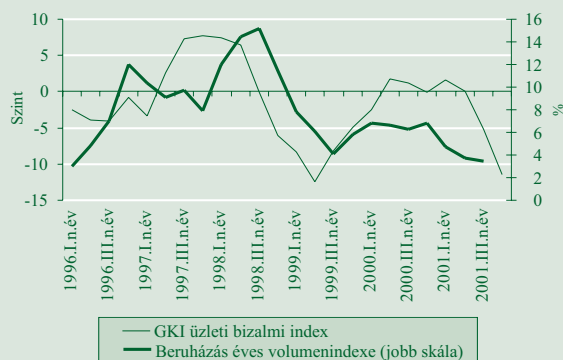
Előrelzésünkben továbbra is a *vállalati szektor* mérsékelt beruházási aktivitásával számolunk. Ezt több tényező is alátámasztja. Az elmúlt hónapokban a GKI bizalmi indexének tanúsága szerint az üzleti várakozások egyre pesszimistábbak lettek a külső és belső értékesítési nehézségek fokozódásával összhangban. A beruházási import kilenc hónapja lassul,⁷ a beruházási döntések szempontjából döntő fontosságú kapacitáskihasználtság az elmúlt két negyedév adatainak tanúsága szerint jelentősen csökkent. A cégek saját kapacitásaikat nemcsak a jelenlegi termeléshez, hanem az elkövetkező egy évre vonatkozó rendelésekhez képest is túlméretezettnek ítélik.

Mivel a vállalati beruházások visszaesése a külső recesszió elhúzódásával hozható összefüggésbe, ezért keresleti oldalról csak 2002 második felében számítunk a beruházási aktivitás élénkülésére. A kihasználatlan kapacitások magas aránya miatt ugyanakkor nehezen prognosztizálható az, hogy a beruházások milyen késéssel követik a külső konjunktúra felfutását. A fentiek értelmében a vállalati szektor beruházásainak szintjében 2001-ben az összes rendelkezésre álló információ alapján kismértékű visszaeséssel, 2002-ben pedig jelentős 0–5% közötti csökkenéssel számolunk. 2003-ban a konjunktúra élénkülésével összhangban a vállalati beruházások 3–5%-os bővülését prognosztizáljuk.

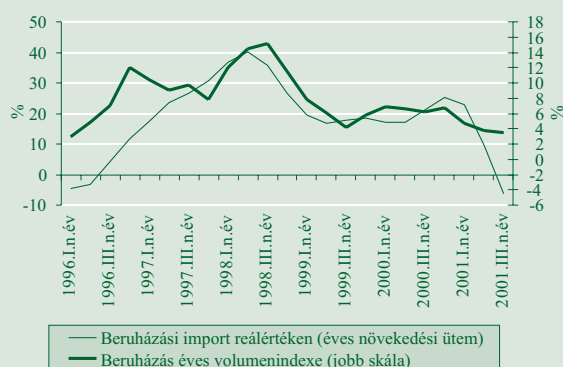
A vállalati beruházások 2001–2002-re jelzett visszaesése, illetve a csökkenés várt mértéke összhangban van a nemzetközi tapasztalatokkal. Ezek ugyanis azt mutatják, hogy a beruházások volatilitása hosszú távon lényegesen magasabb a GDP-jénél, sőt a beruházások lassulása a recessziók idején általában a GDP lassulását jóval felülmúlja. Számos ország esetében megfigyelhető, hogy az üzleti ciklus ingadozásait elsősorban a beruházások (és a

⁷ A beruházási import mutatója az MNB saját becslése. A számítások áttekintése során visszamenőlegesen revideáltuk – lefelé módosítottuk – becslésünket a 2001. novemberi *Jelentésben* szereplőhöz képest.

III.5. ábra A beruházás és néhány előrejelző mutatója GKI üzleti bizalmi index

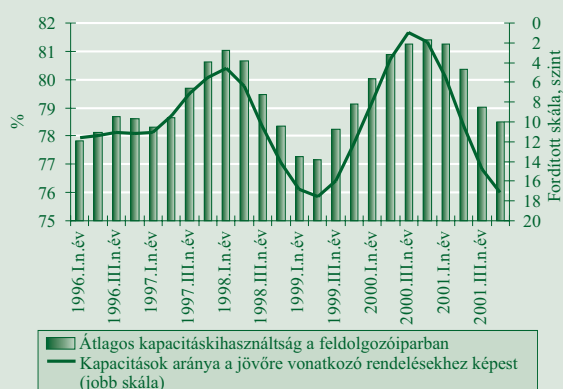


III.6. ábra Beruházási import *



* MNB-becslés. Az adatok szezonálisan igazítottak. Az ábrák a beruházások és a beruházási import éves növekedési ütemeit, az üzleti bizalmi index esetében annak szintjét mutatják.

III.7. ábra Jelenbeli és várható kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



* A kapacitások jövőbeni megítélése: a vállalatokat arról kérdeztük, hogy jelenlegi kapacitásait „magasnak” vagy „alacsony” értékelik a jövőbeni rendelésekhez képest. A „magas” és az „alacsony” válaszok egyenlegét képeztük. Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása: Kopint Datorg Rt. A felmérésben jellemzően a hazai tulajdonú vállalkozások szerepelnek.

készletállomány-változások) dominálják. Az EU fejletlenebb tag-államaiban (Görögország, Írország, Portugália és Spanyolország) például az 1992–93-as dekonjunktúra idején két éven keresztül átlagosan 3,3%-kal csökkent a beruházások szintje, a korábbi évek 4,7%-os bővülésével szemben. Átlagosan két év kellett ahhoz, hogy újra pozitív beruházás növekedés alakuljon ki.

Az *állami beruházások* előrejelzése terén szintén nagyfokú a bizonytalanságunk. Valószínűnek tartjuk, hogy a tavalyi évben a korábbi 8–10%-os előrejelzésünknel magasabb volumennövekedés valósult meg ebben a szektorban. Egyrészt úgy tűnik, hogy az autópálya-beruházások már megjelentek a makrogazdasági statisztikákban. Másrészt az év utolsó hónapjaiban az általunk korábban vártnál jelentősebb mértékben nőttek az intézményi beruházások.⁸ Az idei évre szintén 10% feletti beruházásbővülést prognosztizálunk, amiben figyelembe vettük az autópálya-építést, valamint az önkormányzatoknak a bérletprogramhoz fűződő beruházási kiadásait. 2003-ra „hipotetikus” fiskális pálya feltételezésünk szerint (ld. később) mérséklődő állami beruházási dinamikával számolunk.

A *lakossági beruházások* növekedésének hátterében a lakás-építési tevékenység felfutása áll. Az átadott lakások száma 2001-ben 30%-kal nőtt, az engedélyek számának alakulása pedig (1–1,5 éves kivitelezési idővel számolva) a 2002-es évre is mintegy 25%-os lakásszám-bővülést jelez. Ennek megfelelően a lakossági beruházás 2001-ben 15%, 2002-ben 10% körül alakulhat. 2003-ra a lakossági beruházásban is lassulással számolunk.

Összességében a teljes nemzetgazdasági beruházás volumenét 2001-ben 2,6%-ra, 2002-ben (–1) – 3%, míg 2003-ban 3–6% között prognosztizáljuk. 2002-ben az állami és a lakossági beruházások terén inkább magasabb beruházási dinamika irányába mutató bizonytalansággal számolunk, míg a 2003-as évben a külső recesszió elhúzódásának kockázata miatt a vállalati szektor beruházásainak kisebb volumene is elképzelhető. Ez azt jelenti, hogy az alap-előrejelzésünk az idei évre felfelé, 2003-ban pedig lefelé aszimmetrikus eloszlással bír (lásd III.5., III.6., III.7. ábra).

1.4 Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás keresleti hatását illetően korábbi előrejelzésünk alig változott. A közvetlen keresletbővítés mértéke 2001-ben előzetes adatok alapján a GDP 2,5%-a lett, 2002-ben várhatóan eléri a GDP 0,7%-át, 2003-ban pedig – egy, az EMU-csatlakozással konzisztens, hipotetikus pálya alapján – 0,6%-os keresletszűkítésre számítunk (lásd III.4. táblázat).⁹

Miközben 2001-ben a keresleti hatásra vonatkozó korábbi előrejelzésünk teljesült, azon belül a meghatározó tényezők eltérően alakultak. A reálgazdasági folyamatok által meghatározott többletbevétel a vállalati befizetések révén a GDP 0,3%-ával magasabb lett, ezt kisebb részt a fiskális politika időközben hozott újabb döntései használták fel, nagyobb részt pedig a fiskális fo-

⁸ Intézményi beruházásnak nevezzük a központi költségvetés jellemzően kisebb volumenű (nem kiemelt) beruházásait.

⁹ A keresleti hatás számításának alapjául szolgáló GFS elsődleges egyenleg 2001-re lényegében ténytámmal tekinthető, és az MFB Rt. tevékenysége és a hitelből megvalósuló útépités hatásának kivételével az egyéb keresleti tényezők alakulása is ismert. Ebben a két esetben újabb információ hiányában korábbi prognózisunkat tartjuk fenn.

III.4. táblázat Az államháztartás keresleti hatásának alakulása
(GDP százalékában)

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

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

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

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

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

lyamatok¹⁰ többletkiadásai. Más szóval a kiadási előirányzatokhoz képest összességében a vártnál kevesebb megtakarítás jelentkezett a költségvetési intézmények beruházási maradványainak nagyobb mértékű felhasználása, illetve a feltételezettnél alacsonyabb létszámleépítés miatt. Az újabb fiskális döntések leginkább az egészségügyi előirányzatokat növelték.¹¹

2002-ben már korábban számoltunk azzal, hogy a tavalyi többletbevétel felül újabb – már csak a GDP 0,3%-át kitevő – többlet jelentkezik, azonban mindezt a fiskális politika 2001-es döntéseinek áthúzódó hatása és az újabb adókedvezmények nyújtása révén eleve felhasználnak tekintettük. A fiskális folyamatoktól ebben az évben már nem vártuk, hogy megtakarítást eredményezzenek, mind az önkormányzati kiadásoknál, mind a célprogramok folyósításánál olyan jelentős növekedéssel számoltunk, aminek következtében a kereslet bővítése elérte volna a GDP 0,5%-át. Az új információk alapján készült előrejelzés ezzel szemben 0,7%-os expanziót tartalmaz, hiszen az egészségügyi kiadások 0,4%-os növekedésével szemben a vállalati befizetéseknel 2001-ben realizálódó többletet részben átmenetinek tekintjük.

2003-ra abból a feltevésből indultunk ki, hogy a GDP arányos SNA elsődleges egyenleg 0,6%-kal javul. Az egyenleg javulását egy „elméleti”, hipotetikus pályából vezettük le, amely végpontját a maastrichti konvergenciakritériumok – a feltételezett 2006-os GMU-csatlakozáshoz szükséges – 2004. évi teljesítése határozza meg. A fiskális keresletszűkítés a kedvezőbbé váló konjunktúra fényében anticiklikusnak minősül. Az elsődleges egyenleg ilyen mértékű feltételezett javulása nem tekinthető rendkívülinek, hiszen megegyezik az 1999-ben és 2000-ben tapasztalható fiskális keresletszűkítéssel.

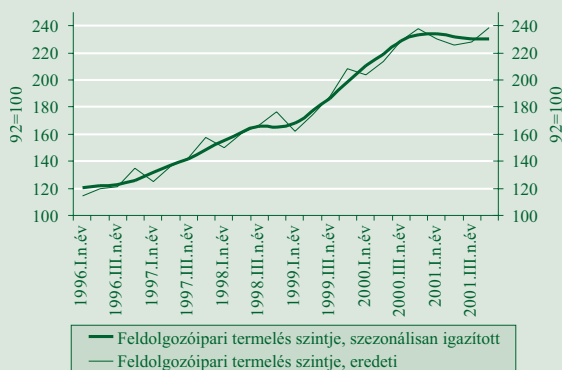
2001-ben az állami keresettömeg vártnál magasabb (22%-os) bővülését részben az eredményezte, hogy 1,3%-os létszámcsökkenés helyett csak 0,4 %-ra került sor.¹² 2002-ben – pontosítva az

¹⁰ A fiskális folyamatok körébe soroljuk az önkormányzatok döntéseit, hiszen azokat önállóan hozzák, a fiskális politikától függetlenül, továbbá költségvetési intézmények és fejezetek döntéseit és azokat az objektív körülményeket (például pályázatok késése), amelyek azt eredményezik, hogy a fiskális politika által előirányzott kiadások nem teljesülnek, az évek között folyamatosan maradványok húzódnak át.

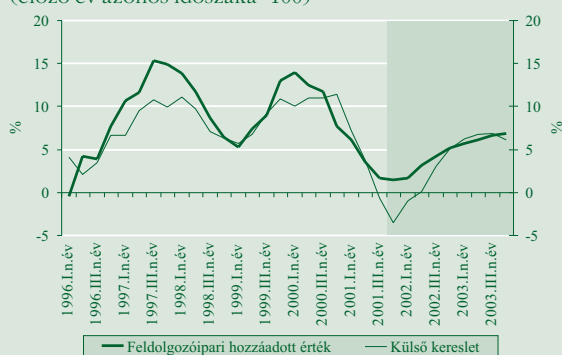
¹¹ 2001-ben ennek hatása még nem jelentős, 2002-ben azonban az áthúzódó hatás csaknem a GDP 0,4%-át teszi ki.

¹² A korábbi Jelentéseinkben közölt módszertanú, az államháztartás pénzforgalmi kifizetéseinek adataiból számított 2001. évi index így 18,5%-ra nőtt a korábbi 17,3%-ról. A KSH által közölt átlagkereslet és létszám alapján számított index ezzel szemben 22%. A két kategória nem csak a pénzforgalmi szemlélet miatt, hanem számos más ponton is eltér, a KSH a kiadások körét szűkebben határozza meg, a rendszeresebb kifizetések közé így nem kerül például végkielégítés. A valóságos keresleti hatás valójában valahol a két kategória között helyezkedik el.

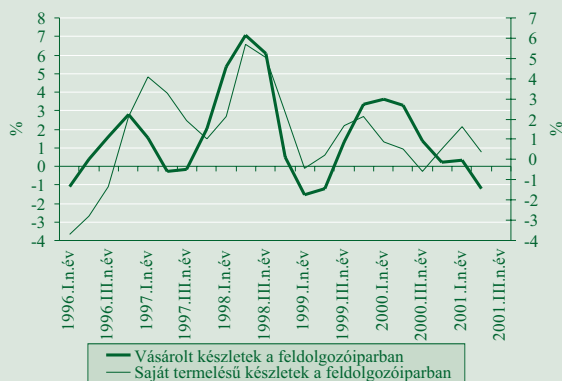
III.8. ábra A feldolgozóipari termelés volumene
(1992=100)



III.9. ábra A feldolgozóipari termelés és a külső kereslet
(előző év azonos időszaka=100)



III.10. ábra A saját termelésű és vásárolt készletek alakulása a feldolgozóiparban*
(előző negyedév=100)



* KSH folyóirás készletállománya a feldolgozóipari árindekszel deflálva. Szezonálisan igazított, 3 tagú mozgóátlaggal simított adatok.

előző év intézkedéseinek hatását – a korábbinál alacsonyabb, 19%-os növekedést várunk a keresettömegben, miközben létszámprognózisunk felfelé módosult (2002-re szerény, 0,2%-os létszámcsökkenésre számítunk). 2003-ban előrejelzésünkbe „hipotetikusán” 10%-ot kismértékben meghaladó keresetnövekedést és változatlan foglalkoztatottságot építettünk be az eddigi kötelezettségvállalások (köztisztviselői illetményrendszer), illetve a feltételezhető ágazati intézkedések (például egészségügy) alapján.

2. Kínálati oldali folyamatok

2.1 A kínálati oldal konjunkturális folyamatai

A kínálati oldal konjunkturális helyzetének nyilvános elemzésére első alkalommal vállalkozunk a *Jelentésben*. Az alábbiakban csak a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások kínálatának elemzésére kerül sor, elemzéseinket a jövőben folyamatosan terjesztjük ki a többi szektorra is. Célunk, hogy a keresleti oldalról felépülő reálgazdasági előrejelzésünket egyes kínálati oldali folyamatok elemzésével és a készletalakulásra tett feltevések segítségével egy pótlólagos ellenőrzésnek vessük alá. Ez az eljárás véleményeink szerint jelentősen növelheti előrejelzéseink konzisztenciáját.

A feldolgozóipar termelése 2000 utolsó negyedéve óta stagnál, a külső konjunktúra visszaesését követve (lásd III.8. ábra). Ez a tény, valamint az exportértékesítés 2000 vége óta tartó lassulása arra utal, hogy az ipar konjunkturális ingadozásaiban elsősorban a külső kereslet csökkenése játszott szerepet, a reálfelértékelődés hatása számításaink szerint inkább az idei évben jelentkezik majd.¹³ Vizsgálataink azt mutatták, hogy a feldolgozóipari termelést a külső kereslet erőteljesen befolyásolja (lásd III.9. ábra).

A jelenbeli folyamatok megítélését a feldolgozóipari készletállomány vizsgálata is segíti. Egyfelől, a saját termelésű készletek mérsékelt növekedése arra utal, hogy a vállalatok a termelésük gyors visszafogásával reagáltak a 2000 második negyedévtől kibontakozó külső keresleti sokkra. A saját készlet felhalmozásának jelenlegi szintje lényegesen elmarad az orosz válság idején tapasztalttól, ami feltételezéseink szerint annak a következménye, hogy a mostani recesszió az orosz válságnál kevésbé érte váratlanul a hazai cégeket. Másfelől, a vásárolt készletek 2000 közepétől tartó erőteljes leépülése a termelési várakozások fokozatos romlását és ennek megfelelően a vállalatok alacsonyabb termelési szintre való átállását mutatja (lásd III.10. ábra).

A belföldi értékesítés stagnálása szintén a külső kereslet visszaesésével hozható összefüggésbe. A feldolgozóiparra végzett elemzéseink szerint ugyanis az ágazat belföldi értékesítésének ingadozását alapvetően a beszállítói kör tevékenységének fluktuációi – azaz a külső keresleti hatások – mozgatják, semmint a belföldi konjunkturális ciklus – például a lakossági fogyasztás – ingadozásai.

Az exportkereslet meghatározó súlya miatt a feldolgozóipari termelés élenkülését a külső keresleti prognózisunkkal össz-

¹³ 2002-ben a reálfelértékelődés mintegy 1,5–2%-kal csökkenti a feldolgozóipari termelés növekedési ütemét

hangban csak 2002 második felében várjuk. A készletek feltöltésének igénye azt valószínűsíti, hogy a feldolgozóipari termelés már az export fellendülése előtt, a külső kereslet élénkülésével azonos negyedévben növekedésnek indulhat. Előrejelzésünk szerint a feldolgozóipar hozzáadott értéke 2001-ben 3,2%, 2002-ben 3,5% körül alakulhat, 2003-ban már dinamikus, 6,3% körüli növekedéssel számolunk. A 2002-es és 2003-as év megítélésében nagyfokú bizonytalanságot jelent a vállalatok felértékelődő árfolyamhoz és a korábban vártnál gyorsabb dezinflációhoz való nominális alkalmazkodása. Ha a tavalyi nominális sokkhoz való vállalati igazodás döntő módon a létszám csökkenésén keresztül valósul meg, akkor a feldolgozóipar hozzáadott értéke 2002-ben 0,5 százalékponttal is alacsonyabb lehet. Az „előretekintő és torzítatlan inflációs várakozások” forgatókönyv megvalósulása hasonló mértékű, de pozitív irányú változást jelentene. A külső kereslet előrejelzésében negatív irányú kockázat rejlik, a feldolgozóipari hozzáadottérték-prognózis bizonytalansága ennek alapján lefelé asszimetrikus.

A piaci szolgáltatások kibocsátása a feldolgozóiparénál lényegesen kisebb ingadozást mutatott, ily módon simítva a GDP ingadozását. A lakossági fogyasztás bővülésével összhangban 2001-re és 2002-re is 4% körüli hozzáadottérték-növekedéssel számolunk, 2003-ra pedig a dinamika mérséklődését várjuk. 2002-ben és 2003-ban a szolgáltatási szektorban is bizonytalanságot okoz a vállalatok béralkalmazkodásának sebessége, bár ez a bizonytalanság a feldolgozóiparban tapasztaltnál kisebb.

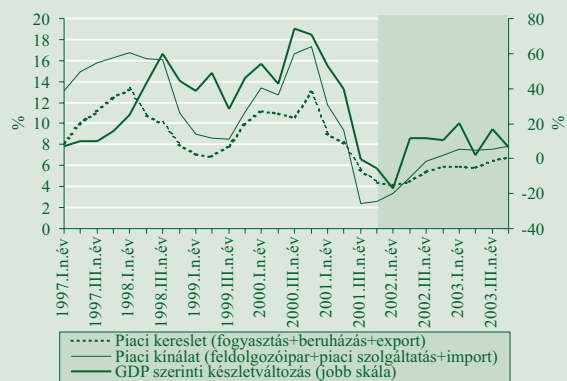
A fentiek alapján a piaci kínálat növekedésére tett előrejelzésünk (amely a feldolgozóipart, a piaci szolgáltatásokat és az importot foglalja magában) 2001-ben elmarad, 2002 közepétől pedig meghaladja a piaci kereslet prognosztizált volumenét. Ez azt jelenti, hogy míg 2001-ben csökkenő, addig 2002-ben és 2003-ban dinamikus növekvő készletekkel számolunk (lásd III.11. ábra). Ez a készletlefutás összhangban áll a készletek és a ciklusok együttmozgását leíró nemzetközi tapasztalatokkal (lásd *Aktuális kérdések*).

2.2 Munkapiac

A munkapiaci folyamatok alakulását a 2001–2003-as időszakban négy új tényezőhöz való alkalmazkodás határozza meg.¹⁴ Ezek a munkapiacot érintő új hatások alapvetően két csoportba sorolhatók: reálgazdasági hatásként a külső konjunktúra lassulása és a minimálbér-emelések jelentkeznének, nominális hatást pedig az árfolyamsáv kiszélesítését követő forinterősödés és a gyors dezinfláció jelent.

Jegybanki szempontból különösen a nominális hatásokhoz való rugalmas alkalmazkodás – előretekintő jellegű és a dezinflációs tendenciáknak megfelelő inflációs várakozásokra alapuló bérezési magatartás – fontos, mivel az árfolyamalapú dezinfláció reálgazdasági költségeit előrejelzési horizontunkon a munkapiaci folyamatok határozzák meg. Rugalmatlan, visszatekintő jellegű vagy túl magas inflációs várakozásokra alapuló nominális bérszerződések mellett a felértékelődő árfolyam és az inflációcsökkenés a vállalkozások nyereségességét mind bevé-

III.11. ábra A piaci kereslet és a piaci kínálat éves növekedése*
(előző év azonos negyedéhez képest)



* Piaci kereslet = (fogyasztás+beruházás+export); piaci kínálat = (feldolgozóipar+piaci szolgáltatás+import). Szezonálisan igazított adatok, a GDP szerinti készletváltozás simított.

¹⁴ Elemzésünkben „munkapiac” alatt kizárólag a versenyszférát értjük; az államháztartási bér- és foglalkoztatási folyamatokat a fiskális politika keresleti hatása részének tekintjük.

teli, mind költségoldalról csökkenti. Ez a versenyképesség romlásával és a foglalkoztatás csökkenésével jár együtt. Rugalmas nominális alkalmazkodás esetében, amikor a bérezési gyakorlat előretekintő jellegű, és a dezinflációs tendenciáknak megfelelő inflációs várakozásokra alapul, a vállalkozások képesek a jövedelmezőségüket érintő kedvezőtlen hatásokat mérsékelni, ami egyúttal a lehetséges negatív foglalkoztatási hatásokat is csökkentheti.

2001 második felének adatai alapján úgy tűnik, hogy a forint felértékelődéséhez és a gyors dezinflációhoz való béralkalmazkodás az előző *Jelentésünk* készítésekor feltételezetténél kissé lassabb.¹⁵ A lassú béralkalmazkodás reálgazdasági költségekkel jár, és – a külső konjunktúra lassulása mellett – ez is hozzájárulhatott a feldolgozóipari foglalkoztatottság tavalyi mérséklődéséhez.

Alap-előrejelzésünkben – a 2001. évi folyamatokat is figyelembe véve – a korábban feltételezett munkapiaci alkalmazkodási mechanizmussal, de annak várakozásainkhoz képest kis időbeli csúszásával számolunk: 2002-ben a forint felértékelődésének áthúzóó hatásai, a 2001 végétől tapasztalható gyors dezinfláció és a külső kereslet korábban vártnál lassabb fellendülése a vállalkozásokat óvatosabb bérpolitikára kényszeríti. A nominális alkalmazkodás késése miatt azonban negatív foglalkoztatási hatások jelentkezhetnek, ami a munkanélküliek vagy az inaktívak arányának kismértékű növekedését okozhatja. 2003-ban várakozásaink szerint folytatódik a vállalkozások alkalmazkodása.

A munkapiaci folyamatok alakulását befolyásolja, hogy 2001 januárjában 57%-kal, 2002 januárjában pedig újabb 25%-kal emelkedett a kötelező minimálbér összege. Közgazdasági megfontolások alapján úgy ítéljük meg, hogy a 2001. évi minimálbér-emelés a gazdaság jelentős részében nem jelentette a bérszint valós növekedését, és így kisebb hatást gyakorolt mind a munkaerőköltségek, mind a lakosság rendelkezésére álló jövedelmének növekedésére, mint azt a hivatalos statisztikák alapján gondolhatnánk.¹⁶ A bérinflációs adatokból ezért a 2001. évi minimálbér-emelés statisztikai torzító hatását kiszűrjük. A 2002. évi minimálbér-emelés ezzel szemben már szélesebb körben okozhatja a bérek tényleges növekedését, ami inflációs nyomást jelenthet egyrészt költségoldalról a munkaerőköltségek növekedése révén, másrészt keresleti oldalról a keresettömeg növekedése révén. A vállalkozások ugyanakkor az alacsonyabb bérű és termelékenységgű munkaerő költségeinek növekedésére létszámcsökkentéssel is reagálhatnak.¹⁷

Az intézkedéshez való alkalmazkodás hatásait számszerűsíteni nehéz, ezért a 2002. évre vonatkozó alap-előrejelzésünkben egy minimálbér-emelés nélküli munkapiaci pályát vázoltunk fel, a lehetséges hatásokat a bizonytalanságok között vesszük figyelembe.

¹⁵ Az elemzésünk lezárásakor megjelent 2001. decemberi béradatok ugyanakkor az alkalmazkodás beindulására utalnak.

¹⁶ Augusztusi *Jelentésünkben* és jelen elemzésünk bérinflációról szóló fejezetében kifejtjük azokat az okokat, amelyek miatt a KSH átlagkereset-indexének lefelé való korrekcióját szükségesnek tartjuk.

¹⁷ Statisztikai értelemben ugyan az alacsony bérűek elbocsátása emelné az átlagos bérszintet, de az ilyen összetételváltozáshoz kötődő béremelkedés nem jelent költséginflációs nyomást.

Munkaerő-felhasználás és -tartálékok

2001-ben stagnáló, enyhén mérséklődő foglalkoztatási ráta jellemezte a munkapiacot (lásd III.12. ábra). Noha relatíve alacsony szintje miatt a munkanélküliség jelentős csökkenését korábban sem vártuk, az adatok tanúsága szerint a munkanélküliek arányának csökkenése 2001-ben lefékeződött, és a munkanélküliségi ráta az év nagyobb részében szinten maradt. A korábbi évekkel ellentétben ugyanakkor az aktivitási ráta csökkenése, az inaktívák arányának emelkedése volt megfigyelhető. Ez részben egyes demográfiai folyamatokkal, részben nyugdíjba vonulási szabályokkal magyarázható; a jelzett tendenciákhoz azonban a nominális sokkokhoz való béralkalmazkodás késése is hozzájárulhatott.¹⁸

A külső konjunktúra lassulása elsősorban az exportorientált vállalkozásokat, a feldolgozóipart érinti érzékenyen. A külső kereslet változásához való alkalmazkodás jelei várakozásainknak megfelelően először a munkaerő-felhasználás intenzitásának mérséklődésében mutatkoztak: a fizikai foglalkozásúak által ledolgozott heti átlagos munkaórák száma már 2000 elején stagnálni, később csökkenni kezdett (lásd III.13. ábra). Megítélésünk szerint a konjunktúrához való extenzív alkalmazkodás megindulását jelzi, hogy 2001 elején a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma szinten maradt,¹⁹ majd az év további részében mérséklődni kezdett.²⁰ A szolgáltatásokban 2001-ben folytatódott a foglalkoztatás bővülése, ami a belföldi kereslet növekedésének tulajdonítható (lásd III.14. ábra).

Nem zárható ki, hogy a 2001-es minimálbér-emelés egyes alacsony bérű munkavállalói körökben negatív hatást gyakorolt a foglalkoztatásra.²¹ Erre utalhat néhány mutató alakulása: az első negyedévben a munkanélküliek között érzékelhetően növekedett az alacsony képzettségűek aránya; 2001 elején pedig némileg emelkedett a bejelentett csoportos létszámleépítésben érintettek száma (lásd III.15. ábra). A makroszinten vizsgálható, nagyobb aggregátumok szintjén azonban negatív foglalkoztatási reakció nem volt megfigyelhető.

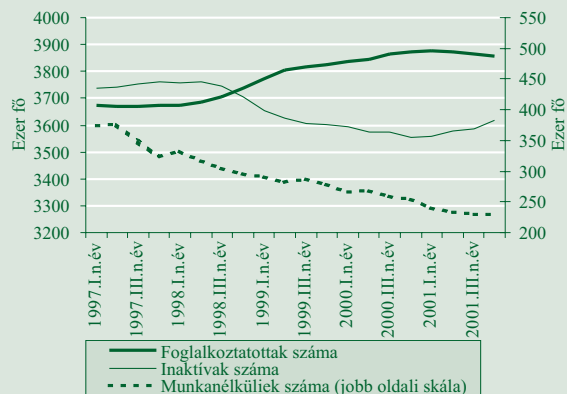
2002-ben a foglalkoztatottságot több forrásból is negatív hatás érheti. A külföldi konjunktúra fellendülésének elhúzódása miatt kezdetben várhatóan a feldolgozóipari létszám mérséklődik. Az év második felétől a külső kereslet prognosztizált élénkülésével összhangban lassú emelkedés kezdődhet, és ez az enyhén növekvő tendencia folytatódhat 2003-ban is. A szolgáltatási ágazatokban foglalkoztatottak száma a belső kereslet folyamatos növekedésének köszönhetően mérsékelt ütemben nőhet mindkét évben. 2002-ben az előző évinél szélesebb körben effektív minimálbér-emelés az alacsony termelékenységű munkavállalói cso-

¹⁸ Törvényi szabályozás szerint a nyugdíjkorhatár emelésében érintett korosztályok esetében kétevente nyílik lehetőség arra, hogy egy-egy korosztály nyugdíjba vonulhasson. Ez 2001-ben és 2003-ban növelheti az inaktívák számát.

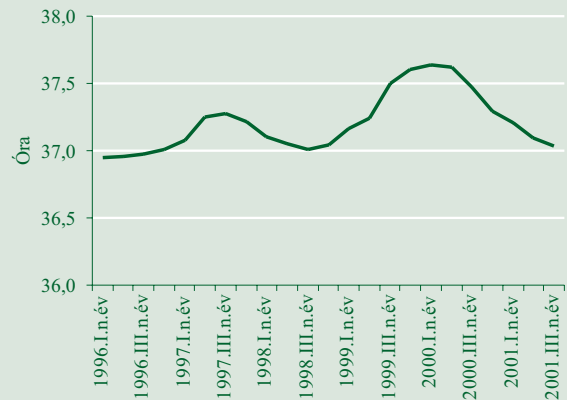
¹⁹ Intézményi munkaügyi statisztika, teljes munkaidőben foglalkoztatottak. 2001-ben a KSH-statisztikákból az látható, hogy ugrásszerűen (körülbelül 23%-kal) emelkedett a nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma. Ez feltehetően a kötelező minimálbér-emelés elkerülésének egyik formája, ami valószínűleg nem jelent változást a tényleges foglalkoztatási feltételekben. Ezért a 2001-es adatokat korrigáltuk.

²⁰ A KSH 2001 októberében revideálta az év korábbi hónapjaira vonatkozó létszámadatokat, amelyek korábban mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltatások terén dinamikus növekedést mutattak.

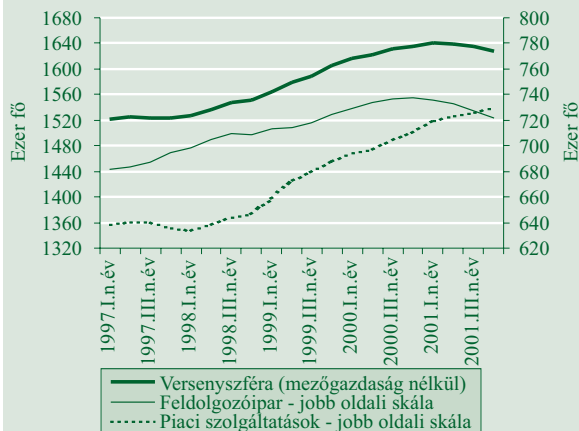
²¹ Köllő János: Hozzászólás az elmaradt minimálbértárhoz, Közgazdasági Szemle, 2001. december.

III.12. ábra Munkapiaci mutatószámok*

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

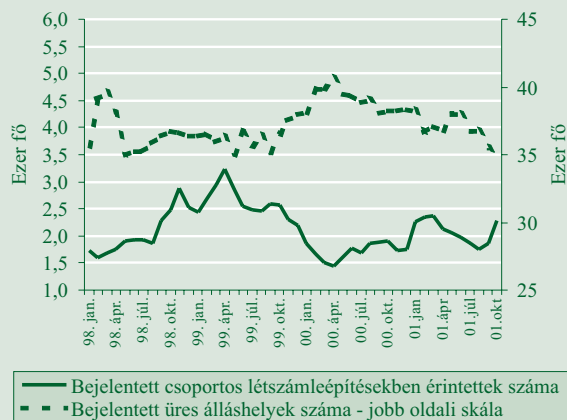
III.13. ábra A fizikai foglalkozásúak heti átlagos óraszámát a feldolgozóiparban*

* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított, szezonálisan igazított adatok.

III.14. ábra A foglalkoztatottak létszámának alakulása*

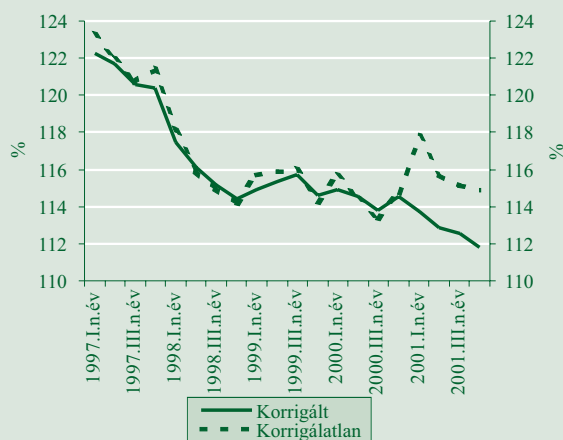
* Intézményi munkaügyi statisztika, az 5 fő feletti körre statisztikai módszerekkel átszámított adatok. Teljes munkaidőben foglalkoztatottak, de 2001-ben az alkalmazásban állók létszámindexével korrigálva. Szezonálisan igazított adatok.

III.15. ábra A bejelentett üres álláshelyek és a csoportos létszámleépítésben érintettek száma*



* Az adott hónapban beérkezett bejelentések szezonálisan igazított és 3 tagú mozgó átlaggal simított adatai. A Foglalkoztatási Hivatal adatai.

III.16. ábra A bérinfláció alakulása a versenyszektorban*
(változás az előző év azonos időszakához képest)



* Az 5 fő feletti körre statisztikai módszerrel átszámított éves változás. A korrigált mutató a minimálbér-emelés hatásától és a szezonális ingadozásoktól is megtisztított bérinflációt mutatja.

portok, vállalatok, ágazatok körében már aggregált szinten is kimutatható negatív foglalkoztatási következményekkel járhat. Ennek mértékét számszerűsíteni nem tudjuk, de hatását a bizonytalanságok között figyelembe kell venni. A vártól kevésbé előretekintő jellegű vagy túl magas inflációs várakozásokon alapuló bérezési magatartás is negatív foglalkoztatási nyomással járhat.

A versenyszektorban éves szinten 2002-ben stagnáló, 2003-ban kissé növekvő foglalkoztatottságot prognosztizálunk. 2002-ben a bizonytalanság negatív irányban nagyobb, 2003-ban pedig szimmetrikus kockázatokkal számolhatunk.

A munkapiacra ható reálgazdasági és nominális hatások eredményeképpen a munkapiac állományi jellegű mutatóiban kismértékű elmozdulások várhatók. Ez 2002-ben a foglalkoztatottság szintjének további mérséklődése mellett vagy a munkanélküliség vagy az inaktivitás emelkedését jelenti.

Tekintettel arra, hogy jelenleg még a 2001. évi folyamatokat sem lehet egyértelműen megítélni, kiemelten fontos a vállalati alkalmazkodás folyamatos figyelemmel kísérése. Ehhez nyújthatnak segítséget azok az áramlási (flow) jellegű munkapiaci mutatók, amelyek természetüknél fogva akkor is gyorsan jelzik a tendenciák változását, amikor az állományi adatokban ez még nem tükröződik. Ilyen mutató lehet a bejelentett üres álláshelyek, illetve a csoportos létszámleépítések száma (lásd III.15. ábra). Ezek a mutatók 2001 második felében jelzik a munkapiaci kereslet további mérséklődését.

Bérinfláció

2001-ben a statisztikai adatok a versenyszektorban 16%-os átlagkereset-növekedést mutatnak az előző évhez viszonyítva. A minimálbér-emelés statisztikai torzító hatását is kiszűrő tiszta bérinflációs mutató ennél alacsonyabb, 13% körüli dinamikát jelez.²² A bérinfláció 2001-ben folyamatosan mérséklődött, a nominális sokkokhoz való béralkalmazkodás azonban az év második felében korábbi várakozásainknál lassabb volt (lásd III.16. ábra). Az elemzésünk lezárásakor érkezett decemberi adatok ugyanakkor a nominális béralkalmazkodás beindulására – mérséklődő nominális béremelkedési ütemre – utalnak.

A feldolgozóipar bérinflációs indexei az év során folyamatosan csökkentek, a második féléves bérnövekedést azonban korábbi prognózisunk készítésekor erősen alulbecsültük. A piaci szolgáltatások bérinflációja megközelítőleg előrejelzésünk szerint alakult, az év nagyobbik felében stagnált, enyhén mérséklődött. Az év végi inflációs tényadatok és előrejelzésünk összevetése arra utal, hogy a piaci szolgáltatások inflációjának alulbecslése lehet, hogy egy, a modellezettnél magasabb bérinflációs nyomásnak tulajdonítható. A 2001-es minimálbér-emelés statisztikai torzító hatását számításainkból korrigáljuk, ami azt jelenti, hogy a 2001. évi minimálbér-emelés közvetlen hatást nem gyakorol az átlagos bérszintre. Ez a megközelítés azonban magában rejtje a kockázatot, hogy a KSH bruttó átlagkereset-indexét túlkorrigáljuk, a szolgáltatások esetében a munkaerő árának valós növekedésénél alacsonyabb dinamikát mutatunk ki.

²² A bérinfláció a KSH által publikált bruttó béradatból kiszűrte az ágazati, szerkezeti összetétel és a munkanapszám változásából eredő statisztikai torzító hatásokat, így a munkaerő árának „tisztá” változásáról ad képet.

A minimálbér-emelés korrekciójának szükségességét közgazdasági érvekkel tudjuk alátámasztani, amelyeket statisztikai becsléseink megerősítettek. A publikált bruttó átlagkereset-index mintegy 3 százalékpontos gyorsulást mutat 2001 első negyedében 2000 utolsó negyedéhez képest. Véleményünk szerint ebben az időszakban a makrogazdasági folyamatokban nem mutatkoztak olyan változások, amelyek magyarázatot adhatnának a vállalkozások gyorsuló bérkifizetésére. Miközben az infláció és a gazdasági növekedés üteme gyakorlatilag szinten maradt, a külső kereslet érzékelhetően mérséklődött, a fajlagos munkaköltségalapú reálárfolyam felértékelődést mutatott. Az viszont statisztikai szempontok alapján megállapítható, hogy a minimálbér-emelés szükségszerűen okoz bizonyos statisztikai torzító hatást, a 25 500 Ft-os minimálbérről bejelentett, de annál feltehetően nagyobb kompenzációban részesülő alkalmazottak jövedelmének „kifehéritése” által. Ennek következtében a minimálbér matematikai-statisztikai módszerek segítségével történő korrekcióját szükségesnek tartottuk.

A korrekció jogosságát végeredményben az határozza meg, hogy az infláció előrejelzése szempontjából az eredeti vagy a korrigált béreindexek használata esetén követünk-e el nagyobb előrejelzési hibát. Mivel a béreknek előrejelzési rendszerünkben elsősorban a fogyasztás prognosztizálásában van meghatározó szerepe, így kézenfekvőnek tűnt a kérdés eldöntése a lakossági fogyasztás előrejelzésén keresztül. Megvizsgáltuk tehát, hogy a korrigálatlan és a korrigált bérinflációs mutatók a fogyasztás alakulásával mennyire konzisztensek.²³ A vizsgálat alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy a korrekció végrehajtásával kisebb torzítást okozunk a folyamatok megítélésében, mintha a hivatalos átlagkereset-indexeket használnánk (a korrigálatlan átlagkereset-indexekkel számolt keresettömeg-növekedés 2001 első három negyedére átlagosan a tényeknél mintegy 0,6 százalékponttal gyorsabb fogyasztásbővülést generált). Számításainkban ezért továbbra is ezt a metodikát alkalmazzuk, a bizonytalanságok között azonban számolnunk kell a piaci szolgáltatások jelzettnél erősebb átlagos bérszint növekedésével.

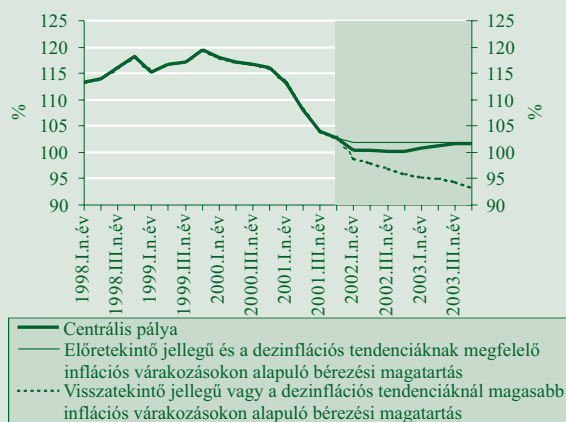
Alap-előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2002-ben a vállalkozásoknál a nominális bérek növekedési ütemének mérséklésére ható kényszer az előző évinél erőteljesebben jelentkezik. 2001-ben a vállalkozásokat a romló külföldi konjunktúra, az erősödő forintárfolyam és a vártnál gyorsabb defláció mellett – elsősorban a beruházások visszafogottságának köszönhetően – nettó megtakarítói pozíció jellemezte, ami késleltethette a béreken keresztüli alkalmazkodást.

Előrejelzésünk szerint a versenyszférában a bérinfláció az előző évi 13%-ról 2002-ben 8–10,5%-ra mérséklődik (alap-előrejelzésünk 9,2%). 2003-ban a bérek növekedési ütemében az előző évinél kisebb csökkenésre számítunk (alap-előrejelzésünk 6,4%).

A 2002. évi minimálbér-emelés inflációs hatása keresleti oldalon egyrészt közvetlenül a minimálbér-emelésben érintettek béremelkedésén, másrészt közvetetten a bérarányokban keletkező változások korrigálásán (azaz a magasabb bérű és alacsony bérű munkaerő közti különbség megtartásának mértékén); illetve kínálati oldalon a vállalkozások kompenzációs szándékú áremeléseiben keresztül realizálódhat. A hatás mértéke azonban nagymér-

²³ A fogyasztás modellezéséről lásd MNB Háttér tanulmányok 2001/1.

III.17. ábra A reálárfolyam szintje többféle munkapiaci alkalmazkodás esetén*



* Feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapján, 1995=100. A szint csökkenése reálfelértékelődést jelent.

tékben függ attól, hogy a vállalkozások az alacsonyabb bérű (és termelékenységsű) munkaerő költségeinek növekedéséhez hogyan alkalmazkodnak. A hatásokat megítélni nehéz, ezért jelenlegi prognózisunkban a minimálbér-emelés bérszintnövekedést okozó hatását nem számszerűsítjük.²⁴

A nominális hatásokhoz való alkalmazkodás erős kényszere miatt bérinflációs előrejelzésünkben mindkét évben szimmetrikus bizonytalansággal számolunk. A novemberben publikált prognózisunkhoz képest a versenyszektor bérinflációjára vonatkozó előrejelzésünk emelkedett. Ez döntően a vártnál magasabb 2001. évi bérnövekedésre és ezzel összefüggésben a kissé lassabb nominális béralkalmazkodás feltételezésére vezethető vissza, de a bérek becslésének módszerében bekövetkezett változás is hozzájárult.

Munkapiaci alkalmazkodás és reálárfolyam

A Monetáris Tanács kérésére megvizsgáltuk a nominális sokkhoz való rugalmatlanabb nominális béralkalmazkodás következményeit. A teljesebb kép kialakítása érdekében két szélső scenáriót dolgoztunk ki: az egyik esetben a vállalkozások nominális alkalmazkodása rugalmatlan, vagyis a bérezési magatartás visszatekintő jellegű vagy magas inflációs várakozásokra alapul; a másik esetben a nominális alkalmazkodás szélsőségesen rugalmas, azaz a bérezési magatartás teljesen előretekintő jellegű és a dezinflációs tendenciáknak megfelelő inflációs várakozásokon alapul. Elemzésünket a feldolgozóiparra alkalmaztuk, mivel az árfolyam felértékelődéséhez az alkalmazkodási kényszer itt érvényesül a legerőteljesebben.²⁵ A munkapiaci alkalmazkodás forgatókönyveit a fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam, mint közvetlenül értelmezhető versenyképességi indikátor segítségével dolgoztuk ki (lásd III.17. ábra).

A visszatekintő jellegű vagy magas inflációs várakozásokon alapuló bérnövekedés pályáján a nominális bérinflációt közel konstansnak tekintettük. Ebben az esetben az árfolyam-alapú dezinfláció reálgazdasági költségei a foglalkoztatottság erőteljesebb csökkenésében és a versenyképesség jelentősebb romlásában jelentkeznek. A dezinflációs tendenciáknak megfelelő inflációs várakozásokon alapuló, előretekintő bérezési magatartás pályájánál a foglalkoztatottság csak a konjunktúra alakulásának megfelelően változik, a reálfelértékelődés pedig már 2002 első negyedétől kezdve megszűnik, tehát a feldolgozóipari vállalatok profitabilitása már nem romlik tovább. Ebben az esetben a

²⁴ A minimálbér-emelés lehetséges hatásait vizsgáló szakirodalom széles körű, ugyanakkor eredményeit tekintve nem konkluzív. Az egyes gazdaságokban az inflációra gyakorolt hatás mértéke függhet a minimálbér relatív szintjétől, az érintettek munkaerőköltségének növekedési ütemétől, a bérstruktúrában okozott feszültségek mértékétől, a munkapiaci monopozónia fokától, a jogszabályokhoz való alkalmazkodási készségtől, az egyes munkaerőcsoportok közötti, illetve a tőke-munka közötti helyettesítési rugalmasságtól, valamint azoktól a lehetőségektől, amelyekkel a vállalkozások elkerülhetik a munkaerőköltség növekedését (például nem teljes munkaidősként való nyilvántartás, nem alaphételemelek beépítése az alaphételebe stb.). A magyar gazdaságot illetően ezekről a tényezőkről megbízható információkkal jelenleg nem rendelkezünk. Nem érhető el ugyanakkor olyan béradatforrás sem, amely a tényleges kifizetésekre alapozott, így a számításokhoz reális kiindulópontot jelenthetne. A hivatalos, intézményi munkaügyi statisztikán alapuló becslések szerint a 2002. évi minimálbér-emelés a versenyszektorban (mezőgazdasággal együtt) a foglalkoztatottak mintegy negyedét, kb. 488 ezer főt érinthet (a Gazdasági Minisztérium számítása).

²⁵ A tovagyrűző hatások vizsgálata érdekében a szolgáltatások területén is kiértékeljük a keresettömeg lehetséges alternatív növekedéseit.

bérek növekedési ütemét a feltételezett inflációs pálya melletti változatlan versenyképesség határolja be.

Az alap-előrejelzésbeli munkapiaci pályát összességében egy olyan versenyképességi forgatókönyv alapján alakítottuk ki, amely 2002 közepétől számít jelentősebb nominális béralkalmazkodásra. Ebben az esetben azt feltételeztük, hogy a vállalati profitabilitás 2003 végére éri el 2001 utolsó negyedévének szintjét a bérek növekedési ütemében bekövetkező mérséklődés eredményeként. Alap-előrejelzésbeli pályánk tehát egy – az előző *Jelentésünkben* bemutatottnál – konzervatívabb nominális béralkalmazkodást feltételez, ami 2002 folyamán is reálfelértékelődéssel jár. 2001–2002 folyamán így összességében kb. 15%-os reálfelértékelődés valósul meg, 2003-ban viszont már a versenyképesség enyhe javulásával számolunk az előző évhez képest. A versenyképesség változása a kínálatra, illetve az exportra fejt ki hatását.

3. Az importált infláció

2001 harmadik és negyedik negyedévében a nyersolajárak csökkenése és az euró erősödése mérsékelte, míg a német iparcikk-infláció növelte az importált inflációs nyomást.

A nyersolaj iránti kereslet már korábban megfigyelhető jelentős csökkenése és a szeptemberi terrortámadás pótlólagos keresletmérséklő hatása, valamint az orosz termelés csökkentéséről szóló elhúzódó vita az év utolsó hónapjaiban az árak számottevő mérséklődéséhez vezetett: a Brent olaj hordónkénti ára a harmadik negyedévben átlagosan 25,3, a negyedik negyedévben már csak 19,3 dollár volt. Az olajárak várható alakulásáról nehéz megbízható előrejelzést adni. Az előrejelzésekhez különböző forrásokból – az olaj pillanatnyi ára, határidős piacok, nemzetközi intézmények és befektetési bankok előrejelzései, az olajpiac keresleti-kínálati viszonyai – lehet információkat szerezni. Korábbi előrejelzéseinkben a legutolsó naptári hónap átlagárát vetítettük előre. Ez az eljárás továbbra is a Közgazdasági főosztály saját inflációs előrejelzéseinek alapjául szolgál, mert a többi tőzsdei termékhez hasonlóan, az olaj pillanatnyi ára a piac rendelkezésére álló összes információt tartalmazza, azaz ilyen értelemben hatékony előrejelzés. A különböző intézmények azonban megosztottak abból a szempontból, hogy milyen irányú folyamatok várhatók az olajpiacon 2002-ben, ugyanakkor 2003-ra a feltételezett külső kereslet élénkülése miatt egységesen az olajárak növekedésére számítanak (lásd III.5. táblázat). A jelenlegi előrejelzési fordulóban az olajárak emelkedésének a Monetáris Tanács akkora kockázatot tulajdonít, hogy kérésére az inflációs alap-előrejelzést nemcsak a januári alacsony szinten változatlan, hanem egy magasabb olajár-feltételezéssel is elkészítettük (ld. IV. fejezet). Ezt is "szabályalapon" tesszük: a nyilvánosan elérhető és negyedéves lefutást is tartalmazó olajár-előrejelzések átlagát vettük alapul. Konkrétan a Goldman Sachs és a JP Morgan negyedéves prognózisainak átlagából kapott (2002 átlagában 21,7 dollár/hordó, a negyedik negyedévben 23,9 dollár/hordó) olajárral számoltunk (lásd III.18. ábra).²⁶

²⁶ A február elején rendelkezésünkre álló legfrissebb előrejelzéseket vettük alapul: JP Morgan: World Financial Markets, First Quarter 2002; Goldman Sachs: The International Economics Analyst, January/February 2002.

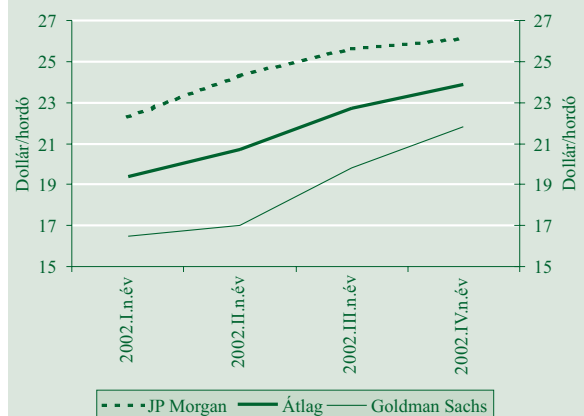
III.5. táblázat Különböző olajár-előrejelzések
(Brent-olaj, dollár/hordó)

	2002	2003
Európai Bizottság**	22,3	24,8
OECD*,**	21,4	24,8
Merril Lynch**	17,5	n.a.
Goldman Sachs	18,8	24
JP Morgan	24,6	n.a.

* Az effektív importárra vonatkozik, ezt számítottuk át Brent előrejelzésre.

** Az OPEC decemberi kínálatkorlátozó megállapodása előtt született előrejelzések.

III.18. ábra Olajár-feltételezések

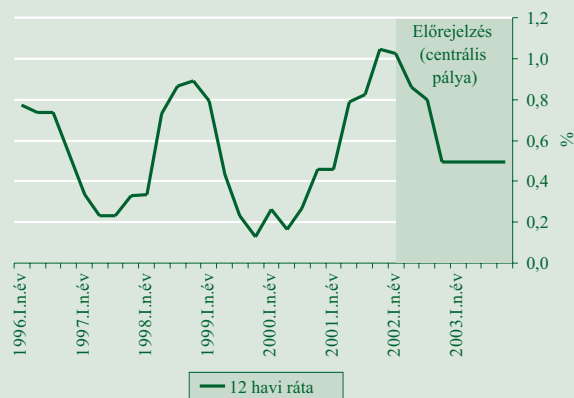


III.6. táblázat A dollár/euró árfolyamra vonatkozó piaci előrejelzések*

Az előrejelzés időpontja	USD-cent		
	Az előrejelzés horizontja		
	3 hónap	6 hónap	12 hónap
2201. október	0,96	0,95	0,93
2001. december	0,92	0,92	0,91
2002. január	0,92	0,92	0,91

*11 nagy befektetési bank előrejelzéseinek számtani átlaga.

III.19. ábra A német iparcikk-árindex éves változása*



* Éves dinamika 2002. januártól változatlan negyedéves indexeket feltételezve.

2001 harmadik negyedévében az euró árfolyama 1,9%-kal, a negyedik negyedévben pedig 0,7%-kal erősödött a dollárhoz képest. A nagyobb külföldi befektetési bankok három, hat és tizenkét havi előrejelzései az euró további erősödését jósolják (lásd III.6. táblázat). Inflációs előrejelzésünk ugyanakkor konstans – a 2002. januári átlag 88,4 centes – euróárfolyammal készült (lásd IV. fejezet), mivel ilyen folyamatok esetében az tekinthető a leghatékonyabb és transzparens előrejelzőnek.

Inflációs előrejelzésünkben a hazai iparcikkak szempontjából releváns importárnak a német iparcikk-inflációt tekintjük (lásd IV. fejezet). A novemberi *Jelentésben* feltételezett csökkenéssel szemben 2001 utolsó negyedévében a német iparcikk-infláció az utóbbi időszakban gyorsult. A német iparcikkak árváltozásának előrejelzésünkben alapul vett, hosszú távú trendjéből 2002 márciusáig még enyhén növekvő, majd az év végéig fokozatosan csökkenő tizenkét havi indexek, 2002 decemberétől pedig 0,5%-os éves infláció adódik (lásd III-19. ábra).

4. A reguláció hatása és egyéb tényezők

A vásárolt fogyasztás közel ötödét kitevő *regulált körben* alap-előrejelzésünk szerint 6,4%-os átlagos árszínvonal-emelkedés várható 2002-ben. Számításunk tartalmazza valamennyi, a 2001. és 2002. évi költségvetésről szóló törvényben rögzített, illetve a január végéig megszületett árszabályozási döntéseket.

A *háztartásienergia-árak* 2002-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 8,5%-kal drágulnak. A villamos energiáért a januári fogyasztás után is már az 5%-kal magasabb árat kell fizetni, és ez lesz érvényben egész évben. A vezetékes gáz ára júliusban változik. A korábbi szabályozási rendszer az elmúlt év végén hatályát veszítette, új árszabályozási rendelet készül. Mivel nem rendelkezünk információval a várható döntésekről, ezért „konzervatív” álláspontot képviselünk, és nem számítunk arra, hogy a korábbi mértéket meghaladó emelésre kerülne sor lakossági körben. Így az alap-előrejelzésben 12%-os vezetékes gázárnövekedéssel számoltunk. A gáz ára kb. 2%-os súllyal szerepel a teljes fogyasztói kosárban, azaz pl. egy 10%-kal magasabb lakossági felhasználású gázáremelés becsléseink szerint kb. 0,2%-os inflációs többletet okoz.

2002-ben a *szolgáltatások* közül a központi kormányzati körbe tartozó áremelkedések mérsékeltebbek (3,5%), míg az önkormányzati árhatáskörbe tartozó díjnövekedések becsléseink szerint magasabbak lesznek (8,5%). Az előbbinél figyelembe vettük, hogy általában 5%-os áremelés volt az irányadó (a közlekedésben 5,4, a postai szolgáltatásoknál 5,3%-os díjemelés várható). Ugyanakkor a vezetékes telefonszolgáltatásban a hatóságilag szabályozott szolgáltatáselemek díjnövekedését 4%-ban maximumálták (februárban csak az előfizetési díjak emelkednek 4%-kal; júliustól az előfizetési díjak további maximum 3%-kal drágulhatnak, a helyi hívások díjemelkedése nem haladhatja meg az 5%-ot), amit még jelentősen mérsékelni fog a távolsági és nemzetközi beszélgetések terén kialakuló verseny. Magasabb díjemeléssel számoltunk az önkormányzati körben: a lakás- és kommunális szolgáltatások költségei az átlagos infláció felett nőnek.

2002-ben a jövedéki adóemelés – ami a fogyasztói kosár 14%-át kitevő termékekre vonatkozik – átlagosan 3,5%-kal emeli e termékek árát. A benzin jövedéki adója júliustól 93 forint helyett 103,5 forint lesz, ami a fogyasztói árat kb. 6%-kal növeli meg. A szeszes italoknál a jövedéki adó 1–2%-kal emeli a termékek bolti árát. A dohányárak (cigaretta) jövedéki adójának tételes része 13%-kal emelkedik, a százalékos kulcs továbbra is a kiskereskedelmi eladási ár 17%-a.

A szabályozott áras körben – beleértve az adószabályozást is – az átlagos fogyasztói árnövekedést 5%-ra prognosztizáltuk (amiből 6,4% a regulált kör és kb. 3,5% az adóvalorizáció fogyasztói árban megjelenő hatása).

2003-ra nincsenek elhatározott áremelési tervek, ezért alapesetként azzal az egyszerű technikai feltételezéssel éltünk, hogy a központilag szabályozott árak többségénél (energia, közlekedés, posta stb.) kb. 4%-kal, az inflációs célok adta éves átlagos növekedéssel emelkednek. Lényegesen kisebb drágulással számoltunk a *telefonszolgáltatásban*. Ennek oka az év elején hatályba lépett új árszabályozás: a rendelet alapján 1% körüli éves átlagos díjemelés engedhető meg.²⁷ A lakossági körben a szabályozott tételek az ársapkánál nagyobb mértékben drágulhatnak, de a versenypiac adta kényszer miatt a távolsági és külföldi hívásoknál árcsökkenést várunk. A gyógyszeráraknál a támogatott körre az érvényes árszabályozást, az infláció 70%-ával történő indexálást vettük figyelembe, míg a nem támogatott körben szintén az átlagos inflációval számoltunk. Az átlagos inflációnál nagyobb mértékű (kb. 5,5–6%) drágulással számoltunk a lakásszolgáltatásnál (lakbér és kommunális szolgáltatások).

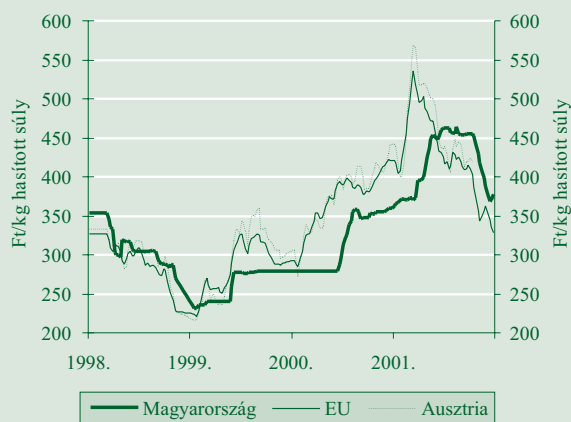
2003-ban alapesetként a deflációs cél adta pályának megfelelő *jövedéki adónövekedéssel* számoltunk az alkoholok, valamint a benzin esetében. A legfeljebb 4% körüli adónövekedés az előbbi körben 1%-kal, a benzinnél kb. 2,5%-kal emeli meg a fogyasztói árat. A dohánytermékek tételes jövedéki adójának emelésénél 16%-kal számoltunk, ami kissé meghaladja a 2000–2001. évi 15, illetve az idei 13%-os mértéket. Bár ez a deflációs célnak megfelel, de konzerválja azt a problémát, hogy az adóemelés túlságosan lassan közelíti az EU-normáknak megfelelő adóarányt. Mivel erre nem kértünk derogációt, az EU-csatlakozás időpontjára a dohánytermékek adótartamának a jelenlegi 42%-ról 57%-ra kell emelkednie.

2003-ban a szabályozott áras körben – beleértve az adószabályozást is – az átlagos fogyasztói árnövekedést 3,2%-ra prognosztizáltuk (amiből 3,7% a regulált kör és kb. 2–2,5% az adóvalorizáció fogyasztói árban megjelenő hatása).

A kockázatokat mérlegelve úgy látjuk, hogy azok 2003-ban összességében magasabb infláció irányába mutatnak. 2003-as alap-előrejelzésünkötől felfelé térhet el a háztartásienergia-árak, illetve a dohány jövedéki adójának emelése. Például, ha a háztartásienergia-árak 2003-ban átlagosan 8%-kal emelkednek és a dohánytermékek jövedéki adójának tételes része az általunk beállított 16% helyett 30%-kal nőne, akkor ez együttesen mintegy 0,5 százalékpontos inflációnövelő kockázatot tartalmaz a alap-

²⁷ A távbeszélő-szolgáltatás díjairól szóló 3/2002. MeHVM rendelet (jan. 21.) Az átlagos 1%-on belül kb. 4% 2003. évi fogyasztói árnövekedés mínusz 3% hatékonysági tényező, egyes szolgáltatásokra külön adva limitet (az egyéni előfizetési díjak kevesebb, mint 10%-kal, a helyi hívások díja legfeljebb 6%-kal nőhet).

III.20. ábra Hazai és európai hasítottsertés-árak*
(Ft/kg)



* AKII Piaci Jelentések.

pályába épített, jövő évi regulált körre vonatkozó prognózishoz képest.

A monetáris politika szempontjából exogén sokkokra visszavezethető *agrártermékek* termelői ártrendjében dezinflációs irányba mutató elmozdulás következett be 2001 utolsó negyedében. Az infláció csökkenésének irányába mutató árkorrekció magyarázható az idei kedvező terméseredményekkel és az ársimítást elősegítő ármegállapodásokkal. Az árcsökkenés mértéke azonban a szakértői várakozásokat meghaladta az utolsó két hónapban. Ez okozhatta, hogy mind a feldolgozatlan mind a feldolgozott élelmiszerek árait túlbecsültük (*lásd. I. fejezet*).

A hazai fogyasztásban nagy jelentőségű sertéshús árszintje például a becsülnél nagyobb mértékben esett a november–decemberben jelentkező exportfennakadás miatt, amely váratlan kínálatnövekedésként jelentkezett. 2002 közepéig valószínűsíthető a vágósertésárak további csökkenése az állományi adatok és a prognosztizált alacsonyabb takarmányköltségek miatt, szakértői vélemények alapján.²⁸

A mezőgazdasági termékek termelői áralakulása általában igen volatilis, átmeneti sokkoktól függ, nehezen jelezhető előre. A fogyasztói árindexben szereplő feldolgozatlan élelmiszerek ármozgása (azonnal vagy fáziskéséssel) általában követi az agrárár-változásokat. Az előrejelzési horizonton azonban nem vetítjük ki a nagy ingadozás, a meglepetésszerű ármozgás tovagyrúzó hatását. Tapasztalataink szerint a meglepetésszerű és kiugró termelői ármozgást a hús fogyasztói ára sem követi teljes mértékben. 2002-ben ezért – az alap-előrejelzésben – a hús szezonális hatásoktól mentes fogyasztói árának stabilitásával számolunk és az árnövekedést 2003 elejétől valószínűsítjük. Bár a vágósertés termelői ára még az év közepéig mérséklődhet, azonban ezt nem tekintjük tendenciaszerű változásnak. A tavalyi év közepén a magyar vágósertés termelői ára megközelítette, sőt túllépte az EU átlagárát (*lásd III.20. ábra*) – egyéb információ hiányában az EU-árszintet tendenciájában változatlanul feltételezve azzal számolunk, hogy e piac (forintban mért) árai körül, kisebb kilengések mellett ingadozik a hazai termelői ár.

Az agrártermékekárakra vonatkozó feltételezések és az azt követő kisimítottabb fogyasztói árhatások hordoznak bizonytalanságot. Nem kizárt a prognózisban szereplőnél nagyobb, éven belüli – eleinte erőteljesebben csökkenő, majd növekvő – termelői és fogyasztói árváltozás.

²⁸ Konzultáltunk az Agrárgazdasági Kutató és Informatikai Intézet (AKII) agrárpiaci helyzet elemzésével és előrejelzésével foglalkozó szakértőivel, továbbá felhasználtuk az AKII: „Éves gabona-, hús-, tej-, és zöldség-gyümölcs piaci jelentés” (2002. 01. 16.) című kiadványát.

IV. A fogyasztói árindex előrejelzése

Inflációs előrejelzésünk a Monetáris Tanács jövőképén és bizonytalanság-érzékelésén alapul. Az előrejelzés alapján a Tanács által megfogalmazott gazdaságpolitikai következtetéseket a február 18-án kiadott és a *Jelentés* elején ismét közzétett állásfoglalás tartalmazza. Prognózisunk feltételes: arra kíván választ adni, hogyan alakulna az infláció a monetáris politika változatlan-sága – azaz konstans forintárfolyam – esetén. Ennek megfelelően előrejelzésünk a forintárfolyam januári átlagértékével (244 forint/euró) készült.

Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex a 2002–2003-as időszakban a tavaly decemberi 7%, az idei decemberi 4,5% és a jövő decemberi 3,5% célértékek és az ezekhez tartozó $\pm 1\%$ -os toleranciahatárok által kijelölt inflációs célsávon belül várható (lásd IV.1. ábra).

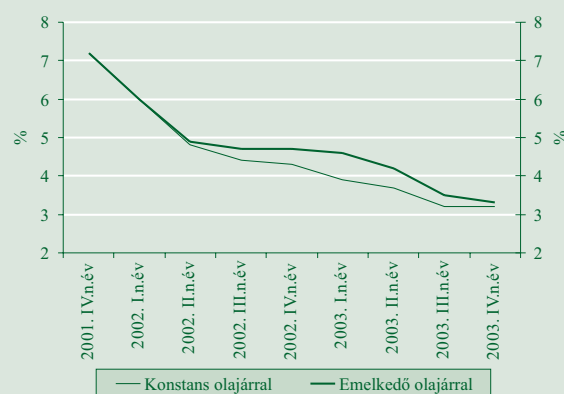
Előrejelzésünk függ az olajár várható alakulásától. Prognózisaink általában változatlan (az utolsó eltelt hónap átlagán rögzített) olajárral készülnek, mert úgy véljük, az a lehető leghatékonyabb előrejelzés (lévén az olaj tőzsdei termék, a jövőbeli alakulását befolyásoló összes információ az aktuális árban is tükröződik). Ezért a *Közgazdasági Főosztály inflációs előrejelzése mindig konstans olajár-feltételezésre épül.*

Jelenleg azonban a világpiaci olajárak várható alakulását felfelé irányuló kockázat jellemzi, mert a várakozások szerint előbb-utóbb megindul a világ gazdasági konjunktúra élénkülése.

A Monetáris Tanács véleménye szerint olyan nagy a valószínűsége a januári 20 USD/hordó szintnél magasabb olajárak kialakulásának, hogy óvatossági megfontolásból az alap inflációs pályában növekvő olajár figyelembevétele indokolt. Így a végső jegybanki előrejelzésben a januári átlagnál magasabb 2002-es olajárral számolunk (lásd III.3. fejezet). A továbbiakban – ha külön nem jelezzük – alap-előrejelzésnek ezt a magasabb olajárral készült forgatókönyvet tekintjük.

Az olajárak végső előrejelzésben szerepeltetett mintegy 4 dolláros emelkedése 2002 végére 0,6 százalékponttal magasabb fogyasztóiárindex-előrejelzést okoz egy, a januári olajárral készült inflációs előrejelzéshez képest. A magasabb olajár mellett is a célsávon belül marad a fogyasztóiárindex-előrejelzésünk, és 2002 végén közel lesz a célsáv közepéhez: a negyedik negyedév átlagában 4,7% (az éves átlagos emelkedés 5,0%). Alap-előrejelzésünk jövő év végére az inflációs célsáv közepéhez közeli, 3,3%-os árszint-növekedést mutat. Az inflációs pálya alakulása az előrejelzési horizonton három részre bontható: 2002 első felét gyors defláció jellemzi, amit az infláció mértékének szinten maradása követ, majd 2003-ban újra csökken az áremelkedések üteme. Megjegyzendő, hogy negyedéves prognózisunkban az árindex 2002 második felében sem mutat gyorsulást, azaz

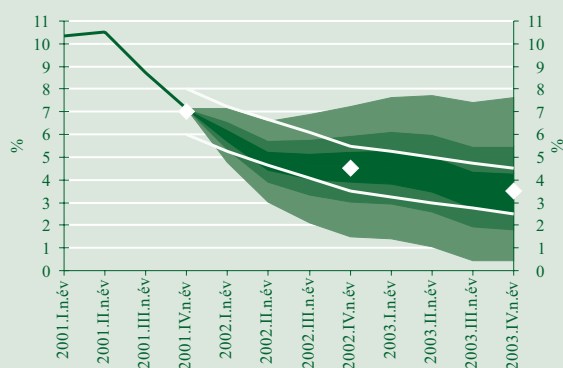
IV.1. ábra A fogyasztói árindex alakulása konstans, illetve emelkedő 2002-es olajár esetén (előző év azonos időszakához képest)



IV.1. táblázat A fogyasztói árindex alap-előrejelzése
(előző év azonos időszakához képest)

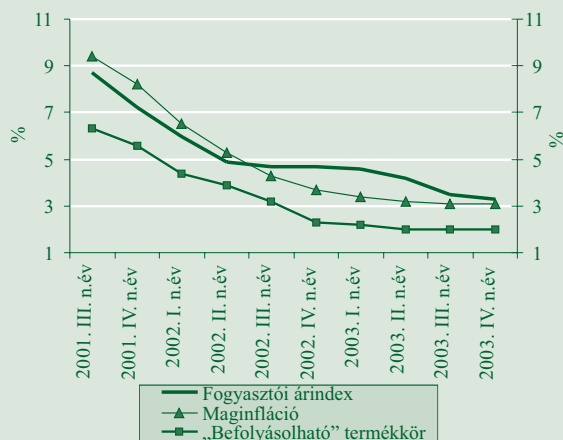
												%	
	súlyok	2001	2002						2003				
		tény	előrejelzés						előrejelzés				
		IV. n. év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	december	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n.év	december	
Élelmiszerek	19,0	11,1	7,9	4,9	3,3	3,4	3,7	3,5	3,7	3,7	3,8	3,8	
feldolgozatlan	(5,4)	7,6	5,5	1,3	0,6	1,4	1,9	1,4	3,1	3,3	3,4	3,6	
feldolgozott	(13,6)	12,3	8,9	6,4	4,5	4,3	4,4	4,4	4,0	3,9	3,9	4,0	
Iparcikk	26,0	3,9	3,0	1,7	0,8	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	
Piaci szolgáltatások	20,4	10,2	9,4	9,1	8,0	6,8	6,3	6,0	5,4	5,3	5,2	5,2	
Piaci energia	1,5	1,4	-1,1	3,1	6,0	7,0	8,0	8,9	6,4	2,4	0,2	0,2	
Jármű-üzemanyag	5,2	-13,1	-7,5	-7,4	5,4	13,9	16,0	16,8	12,6	4,2	3,4	3,5	
Alkohol, dohány	9,1	10,4	8,3	7,1	7,0	7,2	7,3	7,3	7,4	7,2	6,9	6,8	
Regulált árak	18,9	8,9	7,6	7,2	6,4	6,4	6,4	5,8	5,5	4,6	3,8	3,7	
Fogyasztói árindex	100	7,2	6,0	4,9	4,7	4,7	4,8	4,6	4,2	3,5	3,3	3,3	
Becsült maginfláció	65,3	8,2	6,5	5,3	4,3	3,7	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,3	
Éves átlagos árindex	-	9,2	5,0						3,9				

IV.2. ábra Az inflációs előrejelzés legyező ábrája
(előző év azonos időszakához képest)



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

IV.3. ábra Inflációs mutatók
(előző év azonos időszakához képest)



előrejelzésünkre nem jellemző az – egyes piaci elemzők havi inflációs előrejelzéseiben megfigyelhető – „U”-alakú lefutás.

A Közgazdasági főosztály konstans (januári) olajárakra alapozott előrejelzésében a fogyasztói árindex 2002–2003-ban az inflációs célsáv alsó felébe esik. 2002 negyedik negyedévében 4,3%-ra mérséklődik a 2001. negyedik negyedévi 7,2%-ról és a prognosztizált éves átlagos fogyasztói árindex 2002-ben 4,9%. 2003 utolsó negyedévéig az infláció folyamatosan mérséklődik, majd stagnál. 2003 negyedik negyedévében 3,3%-os fogyasztói árindex valószínűsíthető.

Az inflációs alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot a Monetáris Tanács értékelése alapján határoztuk meg, amelyet legyező-ábránk szemléltet (lásd IV.2. ábra). 2002-ben közel szimmetrikus a bizonytalanság eloszlása: lényegében hasonló valószínűséggel alakulhat ki a célsáv felső határánál nagyobb, illetve az alsó határánál kisebb fogyasztói árindex.¹ 2003-ban nagyobb az inflációs cél felső tolerancia határát meghaladó fogyasztói ár-növekedés valószínűsége. E mögött alapvetően a szabályozott áras termékkör áralakulásában lévő bizonytalanság rejlik: annak lehetősége, hogy 2003 közepén a vezetékes gáz árát az általunk prognosztizáltnál nagyobb mértékben emelik, illetve hogy jobban nő a dohány jövedéki adójának mértéke (lásd IV.1. táblá-zat).

Az inflációs folyamatokban rejlő információ gyakran rejtve marad eseti sokkok, volatilis ármozgások miatt. A középtávon érvényesülő inflációs tendenciák jobb megragadása érdekében a fogyasztói árindexen kívül alternatív inflációs mutatókat számolunk, amelyeket a IV.3. ábra mutat be. Becslést készítettünk a KSH maginflációjára, ami kiszűri a trendet elfedő tényezőknek a hatását.² A maginfláció a következő hat negyedévben az infláció-mérséklődés folyamatosságát mutatja, de 2003 második felévé-ben már stagnál.

Bemutatjuk az inflációs pályát a monetáris politika által közvetlenül befolyásolható áralakulású körben is (az ún. „befolyá-solható” árindexmutató definiálását lásd az I. fejezetben). A fo-gyasztói kosárnak a monetáris politika által közvetlenül befolyá-solható részében az infláció mértéke 2001-ben az új árfolyamre-

¹ Mivel a magasabb olajárakra alapoztuk előrejelzésünket, szimmetrikus az olaj-árakra tett hipotézisünk bizonytalansága is.

² A KSH új maginflációs mutatóját 2002-től publikálja. Az általunk számolt maginflációs mutató a feldolgozott élelmiszereket, az iparcikkeket, piaci szol-gáltatásokat, valamint az alkoholt, dohányáru csoportokat tartalmazza, ami jól közelíti a KSH hivatalos mutatóját.

zsim óta folyamatosan csökken 2003 közepéig, majd utána 2% körüli szinten stabilizálódik. Ez megfelel korábbi várakozásunknak, mely szerint a 2001. májusi sávszélesítés deflációs hatása nem azonnali, hanem fokozatosan bontakozik ki leginkább 2002–2003-ban. Ennek eredményeként alacsony szintre csökken a „befolyásolható” kör árindexe.

1. Az alap-előrejelzés feltevései

A 2001. novemberi prognózisban tett feltételezések közül négy ponton látunk lényeges változást. Egyrészt, a Monetáris Tanács döntése alapján emelkedő olajárral számolunk az alap-előrejelzésben. Másrészt, a tényadatok vizsgálata az árfolyam-begyűrzés mértékének csökkentését indokolta. Harmadszor, a munkapiaci folyamatok megítélésében történt változás. Végül a nyers élelmiszerek elmúlt évben megindult deflációjának folytatódását várjuk 2002-ben is (lásd IV.2. táblázat).

Az inflációt meghatározó folyamatok közül a novemberi előrejelzés óta deflációs irányba módosult a forint árfolyama és a nyers élelmiszerek áralakulása.³ A deflációt lassító tényező az árfolyam-begyűrzés kisebb hatása és 2002-ben a magasabb lakossági fogyasztás. A 2002. év nagyobb részében deflációs hatású az olajár, mivel alacsonyabb, mint egy évvel korábban, de az utolsó negyedévtől már az inflációt erősítő tényező lesz.

A forint árfolyam-erősödése direkt módon elsősorban az iparcikkek inflációjának mérséklődésében jelenik meg. E termékkör áralakulását az importárak és a forint-árfolyam alakulása határozza meg, ezen kívül egyéb költségtényezők is hatnak (bérköltség, energiaköltség, szállítás stb.), bár ezek szerepe kisebb. Ezért az iparcikkek ára érzékeny a forintfelértékelődésre, arra, hogy az mennyi idő után jelenik meg és milyen mértékben épül be az árakba. Korábban az új árfolyamrendszer inflációra gyakorolt hatásáról egyáltalán nem rendelkezünk hazai ismeretekkel, külföldi tapasztalatokat hasznosítottunk. Ezek alapján feltételezésünk az volt, hogy adott – tartósnak tekintett – forintárfolyam-változás hatása egy év alatt 50%-ban, két év alatt 75%-ban megy át az iparcikkárakba. Hipotézisünk ellenőrzésére az elmúlt félévi előrejelzéseket szimuláltuk a tényadatokkal (ez részlete-

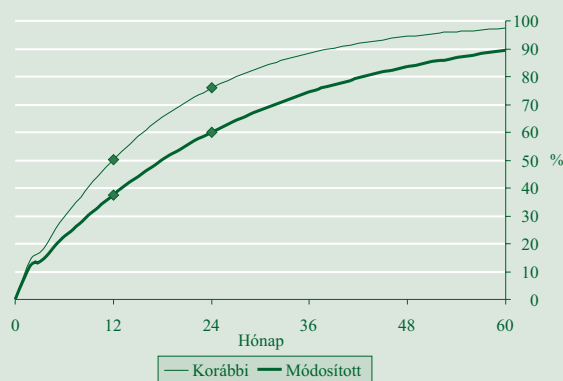
IV.2. táblázat Az inflációs alap-előrejelzés feltevései

Feltevés	Hol játszik szerepet?	2001. novemberi előrejelzésben	Az aktuális előrejelzésben	
		2002	2002	2003
Forintárfolyam	Iparcikkek, benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	255,9	244,0	
Brent-olajár (dollár/hordó)	Benzin, piaci energia	25,5	21,7	23,9
Dollár/euró árfolyam (cent)	Benzin, piaci energia, egyes élelmiszerek	91,0	88,4	
Importált iparcikk-infláció	Iparcikkek	0,5	0,5	0,5
Feldolgozóipari termelékenység változása	Piaci szolgáltatások	6,6	5,0	5,9
Bérművekedés*	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások	9,1	9,2	7,5
Fogyasztás növekedése**	Élelmiszerek, piaci szolgáltatások	4,3	4,9	4,0

* Feldolgozóipar és piaci szolgáltatásokban a bruttó keresettőmeg változása;
** Lakossági vásárolt fogyasztás (szezonálisan igazított).

³ Egyes hónapokban előfordulhatnak átmeneti zajok, mint például a januári magasabb zöldség- és gyümölcsfélék árindexei.

IV.4. ábra A korábban alkalmazott és a módosított árfolyam-begyűrzés az iparcikkek árába*



* Az ábra a forint árfolyam tartós 1%-os gyengülése utáni öt éves időszakra mutatja meg az iparcikkek árszintjének változását.

sen az I. fejezetben olvasható). A rendelkezésünkre álló néhány árfolyam- és iparcikk-árindex tényadatok alapján „megbecsültük”, hogy mennyi lehetett a „tény” árfolyam-begyűrzés, majd – a számítás bizonytalansága miatt – a korábban feltételezett árfolyam-begyűrzési paraméterek és ezen „tény” paraméterek *átlagát* vettük (külön-külön az egyes horizontokon). Azt tapasztaltuk, hogy az iparcikkek és piaci szolgáltatások alulbecsült inflációjának oka, hogy az árfolyam erősödés kisebb hatása volt a vártnál, azaz csak hosszabb távon épül be az általunk feltételezett mértékben az árakba. Ezért modellünkben egy, a korábbinál gyengébb árfolyam-begyűréssel számolunk: egy év alatt az iparcikkek árában egy tartós árfolyamváltozás 37,5%-a, két év alatt 60%-a jelenik meg (lásd IV.4. ábra).

A volatilis ármozgású *feldolgozatlan élelmiszerek* áralakulását exogénnek tekintjük. A termékcsoportban a várt alacsony ár-növekedés 2002 egészében dezinflációs hatású lesz. A felvásárlási árak alapján várható gyors dezinfláció, sőt esetenként defláció helyett a fogyasztói árakban csak mérsékelt hatásokat vetünk figyelembe. Az óvatosság oka, hogy a múltbeli információk szerint a fogyasztói árak a termelői deflációt kisebb mértékben követik, mint az áremelkedést.

Az *olajáralakulásra* adott feltevésünk a világpiaci konjunktúrális kilátásokkal összhangban nem a januári átlagérték (19,55 dollár), hanem nemzetközi olajár-előrejelzések felhasználásával készült. 2002-ben fokozatosan emelkedő Brent olajárral számoltunk, melynek éves átlaga 21,7 dollár/hordó. Az első háromnegyed évben az olaj ára elmarad az egy évvel korábbtól, de az év végére a prognózisban szereplő 23,9 USD/hordó közel 30%-kal magasabb a múlt év végi szintnél (amikor a decemberi átlagos olajár 18,6 dollár volt). A fokozatosan dráguló világpiaci energia miatt a novemberi előrejelzéshez képest lényegesen magasabb ár-növekedést várunk a szabadáras energia és az üzemanyagok belföldi árainak alakulásánál. Emiatt a bázishatás miatt fékeződik le a dezinfláció. 2003-ra nem rendelkezünk olajárprognózisokkal, ezért egész évre konstans 23,9 USD/hordó árat építettünk be az előrejelzésbe.

2. Az alap-előrejelzés részletei

A prognosztizált közel 4 százalékpontos dezinfláció 2003 végéig elsősorban a monetáris politika által befolyásolható termék és szolgáltatás csoportok, valamint az élelmiszerek áralakulásának eredménye: az iparcikkek és a piaci szolgáltatások dezinflációja 2 százalékponttal mérsékli a fogyasztói árindexet, amihez az élelmiszer-dezinfláció további 1,4 százalékponttal járul hozzá. Az infláció emelkedése irányába hat a magasabb olajár, amely 0,8 százalékponttal járul hozzá az inflációhoz.

Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztói kosár negyedét képviselő *iparcikkek* árindexe folyamatosan mérséklődik, majd 2002 végétől nagyjából stagnáló árak várhatók. Novemberi előrejelzésünkhöz képest ez közel fél százalékponttal kisebb dezinfláció, aminek hátterében a gyengébb árfolyam-begyűrés áll. Az árfolyamhatás paraméterének csökkentése egyben azt is jelenti, hogy a felértékelődés dezinflációs hatása csak

hosszabb távon érvényesül. 2003-ban tehát ezen termékek ára egész évben közel szinten marad.

Emelkedett a *piaci szolgáltatások* inflációjának 2002. évre szóló előrejelzése is a novemberi prognózisunkhoz képest, az eltérés 0,7 százalékpont. Kínálati oldalon leginkább itt jelentkezik a lassabb béralkalmazkodás, ami a szolgáltatás ágazatokban jobban érezhető, mint a feldolgozóiparban (lásd III. fejezet). Továbbá a nagyobb lakossági fogyasztás is az inflációt gyorsító irányba hat. 2003-tól deflációs tényező lesz a mérsékeltebben bővülő lakossági fogyasztás, valamint a lassabban emelkedő költségek – ilyenek például a bérköltség, illetve az energiaárak.

Az iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációs különbsége a következő két évben nem mérséklődik számottevően, sőt átmenetileg növekedni fog, és 2002 közepén 7% fölé emelkedik. Ez természetes következménye az árfolyamalapú deflációnak, hiszen a forint felértékelődése először az iparcikkek árát mérsékli, a szolgáltatások áralakulásában csak később jelenik meg, mert itt hatása közvetett.

Előrejelzésünkben a *jármű-üzemanyagok* árának piaci komponensét („nettó árát”) a rögzített forintárfolyam, a dollár/euró keresztárfolyam és a benzin világpiaci ára határozza meg. Az előrejelzésünkben szereplő olajár 2002 végén közel 30%-kal magasabb, mint tavaly decemberben. Ezen kívül a benzin fogyasztói árát kb. 6%-kal növeli 2002-ben a jövedéki adó 10,5 forintos emelkedése. A 2001-es bázisévben hektikusan változó, az utolsó negyedévben 13%-kal csökkenő benzinár bázishatása miatt a 2002. decemberi árindex magasabb (mintegy 2 százalékponttal) a negyedik negyedévinél. Feltételeztük (lásd III. 3. fejezet), hogy jövőre az adóemelésre januárban kerül sor. Így 2003 elején a magasabb alapanyagárak, valamint az adóemelés együtt 17%-os ár-növekedést okoznak. Az üzemanyagárak növekedése 2002 végétől 2003 közepéig jelentős inflációt növelő tényező, de 2003 végére az egész évre feltételezett változatlan importár miatt az inflációra semleges hatású lesz (lásd IV.5. ábra).

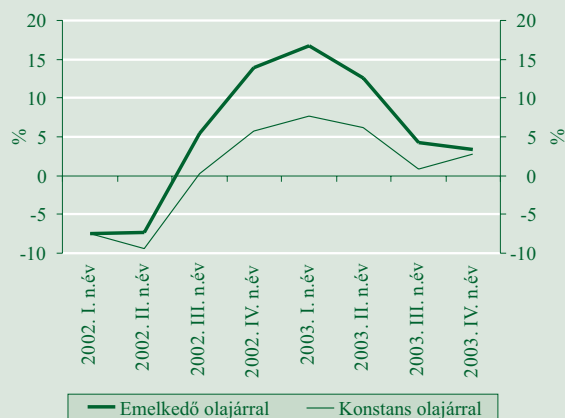
Az emelkedő világpiaci olajár prognózisa miatt a *piaci energia* áralakulása is meghaladja a múltkori előrejelzésben becsült értéket, de a fogyasztói kosárban kicsi a súlya, így inflációs hatása elenyésző.

A *feldolgozott élelmiszerárak* deflációját 2002-ben a feldolgozatlan élelmiszerárak relatíve alacsony ár-növekedése okozza (lásd III. 3. fejezet). Rövid távon az árképzés elsősorban az alapanyagok beszerzési árától függ, amelyek ebben az évben alig emelkednek, illetve stagnálnak. (Ez alól csak a gabona ára kivétel, amely ebben az évben várhatóan emelkedik, nagyobb deflációt okozva a lisztes áruk körében.) 2003-ban a nyerstermékek árának lassú növekedése a feldolgozott élelmiszerek deflációját is mérsékli. Ugyanakkor a gabonapiaccon 2003-ban az ideinél kisebb ár-növekedésre, stagnálás közeli árváltozásra számítunk, az egyéb költségeknél pedig (lassuló bérinfláció és a feltételezéseink szerint az infláció mértékét nem meghaladó energiaköltségek stb.) az ideinél kisebb mértékű növekedés várható. A mérsékeltebben emelkedő lakossági fogyasztás szintén mérsékli a feldolgozott élelmiszerárak növekedését.

A fogyasztói kosár többi csoportját tekintve a novemberihez képest alap-előrejelzésünk lényegesen nem változott. A *regulált kör* áralakulását a III. 3. fejezetben leírtak szerint inflációs cél semlegesnek tételeztük fel 2003-ra.

IV.5. ábra A jármű-üzemanyagok prognosztizált árindexe

(előző év azonos időszakához képest)



3. Az alap-előrejelzés bizonytalansága

A Monetáris Tanács január 21-i ülésén meghatározta az aktuális inflációs előrejelzéstől való lehetséges eltérések tényezőit, majd a február 4-i ülésén e bizonytalansági tényezők várható eloszlásáról is véleményt alkotott. Ezek alapján készítettük el az inflációs előrejelzés *legyezőábráját*. Az *alap-előrejelzés* illetően a Tanács elfogadta a Közgazdasági Főosztály által javasolt értékeket (lásd IV.2. táblázat).

Az alap-előrejelzéstől való *lehetséges eltérések* bizonytalanságát 2002-re közel szimmetrikusnak ítélte, míg 2003-ra egyértelműen a magasabb infláció irányába mutató bizonytalanságot tartotta valószínűnek.

A bizonytalansági eloszláshoz négy, az infláció alakulásában releváns tényező várható tendenciáiról alkotott véleményt. Ezek: az árfolyam-begyűrzés mértéke, a munkaköltségek emelkedése, a regulált körben (központi, önkormányzati hatáskörbe tartozó termékek és szolgáltatások mellett ide értjük az adóváltozásokat is) várható áremelés, valamint az olaj világpiaci árának jövőbeni változása.

A Monetáris Tanács véleménye szerint az olaj világpiaci áralakulásának bizonytalansága azzal, hogy 2002-ben emelkedő olajárral számoltunk, már szimmetrikus. A munkapiaci alkalmazkodásról alkotott véleménye szerint egyforma az esélye a centrális pályában szereplőnél magasabb, illetve alacsonyabb munkaköltség növekedésnek.

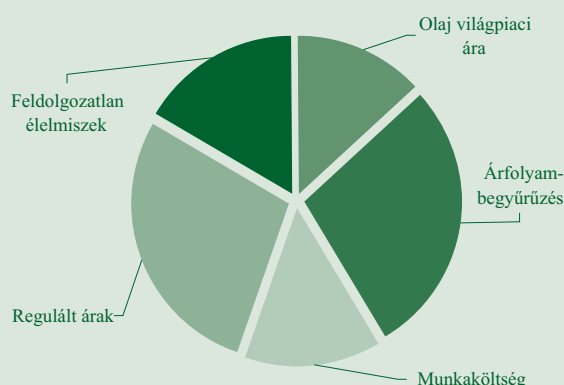
Az árfolyam-begyűrzés módosított, a novemberinél kisebb értékének alkalmazásával a Monetáris Tanács egyetértett; véleménye szerint ugyanakkor ennek a tényezőnek a bizonytalansága már inkább egy alacsonyabb infláció irányába valószínűbb.

A regulált termékek és szolgáltatások áralakulásában a Monetáris Tanács megítélése szerint 2002-ben a bizonytalanság inflációs hatása elhanyagolható, hiszen a legtöbb területen már ismert döntés határozza meg az árakat. 2003-ra viszont nincsenek rögzített mértékek, ezért az inflációs célnak megfelelő árszabályozással számoltunk, ami viszont – elsősorban a vezetékes gáz áránál és a dohánytermékek jövedéki adójánál – felfelé mutató bizonytalanságot takar.

Ha a vezetékes gáz ára a 2003-ra feltételezettnél 10 százalékponttal többel emelkedne, akkor az 0,2 százalékponttal, míg ha a cigarettánál 10 százalékponttal magasabb lenne a jövedéki adóemelés, az 0,1 százalékponttal emelné meg a 2003. év végi inflációt.

A bizonytalanság eloszlása (lásd IV.2. ábra) 2002-ben közel szimmetrikus. Körülbelül 30 százalék a célsáv feletti (5,5%-nál nagyobb), illetve alatti (3,5%-nál kisebb) infláció kialakulásának valószínűsége. 2003-ban a bizonytalanság már nagyobb: az alap-előrejelzés körüli 30%-os valószínűségű intervallum nagyjából lefedi az inflációs célsávot. A regulált kör áralakulásában lévő kockázatok miatt azonban a negyedik negyedévben körülbelül 40% a valószínűsége, hogy a célsáv feletti (4,5%-nál magasabb) lesz az infláció, és egynegyed az esély a célsáv alsó határánál kisebb fogyasztói árindex kialakulásának (lásd IV.6. ábra).

IV.6. ábra Előrejelzésünk főbb bizonytalansági tényezői 2003-ban*



* Az egyes tényezők súlya a szórásuk és inflációra gyakorolt „egységnyi” hatásuk szorzataként adódik.

4. Inflációs várakozások

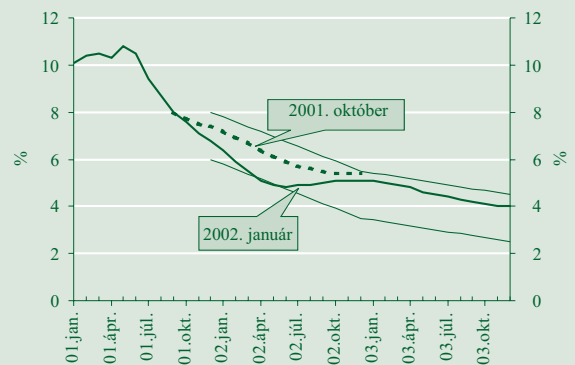
A Reuters januári felmérésében szereplő elemzők által 2002 végére várt infláció 0,2 százalékponttal 5,1 százalékra csökkent a tavalyi októberi felméréshez képest. A tíz elemzőre számított átlag, akik mind a két felmérésben adtak be előrejelzést, ugyanekkora változást mutat. A várakozások szórása 2001. augusztus óta fokozatosan és trendszerűen csökken (lásd II.15. ábra). Míg nyár végén az elemzők közel egyharmada nem hitt abban, hogy 2002 végére az infláció a célsávban lesz, addig a januári felmérésben 13 megkérdezett között csak egy olyan vélemény volt, hogy az infláció a célsáv fölött lesz (5,6%). Ráadásul a 2003 decemberére vonatkozó januári várakozások kivétel nélkül az inflációs cél körüli $\pm 1\%$ -os sávban vannak.

A várakozásokból kirajzolódó pálya (lásd IV.7. ábra) végig az MNB centrális előrejelzése⁴ körüli 30%-os valószínűséget átfogó sávban halad. 2002 első felében nincs lényeges különbség a két pálya között. 2002 harmadik negyedétől 2003. decemberig az elemzői várakozások az MNB előrejelzése szerinti legvalószínűbb tartomány felső részében helyezkednek el. A 13 elemzőből 2002 végére hárman várnak az MNB 4,8%-os centrális előrejelzésénél alacsonyabb, vagy azzal megegyező inflációt (lásd IV.8. ábra).

Az MNB dezinflációs stratégiájának kulcstényezője az árfolyam, valamint annak begyűrűzése a fogyasztói árakba. A 2002. évre vonatkozó elemzői árfolyam-várakozások nem változtak számottevően az elmúlt 3 hónapban. Az inflációs várakozások lefelé történt elmozdulásában nagyobb szerepet játszhatott az a tény, hogy – amint azt több piaci elemzés is megemlíti – a tavalyi felértékelődés beépülése a fogyasztói árakba lassabb, mint arra korábban számítottak, így az árfolyam felértékelődésének hatása 2002-ben jelenik meg erőteljesebben.

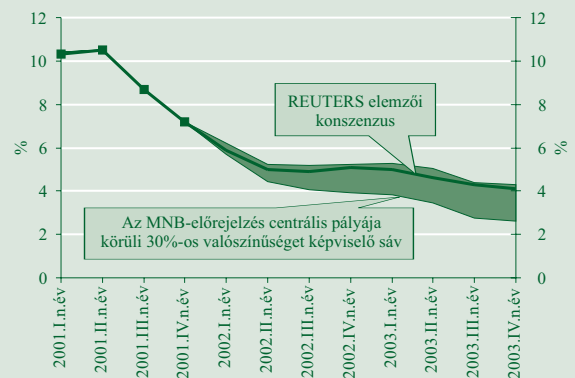
Az elemzők az árfolyamhatás mellett számos egyéb tényezővel magyarázzák a várt további gyors dezinflációt és az inflációs pálya „U-alakját”. Az első félévre várt gyors inflációscsökkenést a leggyakrabban hangoztatott bázishatással és a tovább csökkenő élelmiszerárakkal indokolják. Néhányan az olajárak folytatódó csökkenésére is számítanak. A második félév stagnáló vagy esetleg enyhén növekvő inflációjának okaként többnyire a fellendülő külső keresletet, a nemzetközi konjunktúra miatt emelkedő olajárakat és a magas reálbérek miatt élénkülő fogyasztási keresletet nevezik meg. Jelentős inflációs nyomást várnak még a hatósági árak, elsősorban a földgáz és elektromos áram árának emelésétől, amelynek bekövetkezését 2002 második felére vagy 2003-ra várják.

IV.7. ábra Az elemzői inflációs várakozások alakulása 2001. október és 2002. január között*



*Az elemzői várakozások pályáját a Reuters-felmérés inflációs adataira (decemberi, éves átlagos, megkérdezés hava) legsimábban illeszkedő görbével közelítettük.

IV.8. ábra Elemzői várakozások összehasonlítása az MNB előrejelzésével



⁴ Az MNB-előrejelzés és az inflációs várakozások összevetésénél figyelembe kell venni, hogy előbbi feltételes előrejelzés, azaz változatlan nominális árfolyammal számolva készült. A piaci várakozások viszont tartalmazzák az elemzők vélekedését a jövőbeli monetáris politikai lépésekről és az árfolyam alakulásáról.

1. táblázat A GDP egyes tényezőinek növekedéséhez való hozzájárulása

	1999	2000 eredeti	2000 revideált
Háztartások fogyasztási kiadása	2,6	1,9	2,2
Természetbeni társadalmi juttatás	0,2	0,2	0,4
Lakossági fogyasztás	2,8	2,1	2,6
Közösségi fogyasztás	0,2	0,2	0,3
Végső fogyasztás	3,0	2,2	2,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,4	1,6	1,9
Készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás	-0,3	1,3	0,5
Bruttó felhalmozás	1,1	2,9	2,3
Belföldi felhasználás	4,1	5,1	5,2
Export	6,9	12,0	12,0
Import	6,9	12,0	12,0
Külkereskedelmi egyenleg	0,1	0,0	0,0
GDP	4,2	5,2	5,2

2. táblázat A belföldi felhasználás egyes tételeinek volumenindexei a korábbi és az új adatok alapján (előző év azonos időszaka, 1998-as árbázison)*

	2000				2000	2001	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év	II. n. év
Háztartások végső fogyasztása							
korábbi eredeti	1,030	1,034	1,034	1,035	1,033	1,045	1,040
korábbi szezonálisan igazított	1,046	1,035	1,033	1,032		1,030	1,041
új eredeti	1,040	1,043	1,041	1,041	1,041	1,042	1,038
új szezonálisan igazított	1,041	1,043	1,041	1,041		1,041	1,038
Háztartások fogyasztási kiadásai							
korábbi eredeti	1,037	1,038	1,037	1,040	1,038	1,054	1,048
korábbi szezonálisan igazított	1,045	1,043	1,039	1,044		1,050	1,046
új eredeti	1,046	1,046	1,040	1,041	1,043	1,049	1,044
új szezonálisan igazított	1,048	1,046	1,042	1,041		1,046	1,044
Közösségi fogyasztás							
korábbi eredeti	1,010	1,011	1,020	1,020	1,016	1,012	1,021
korábbi szezonálisan igazított	1,010	1,012	1,014	1,019		1,017	1,022
új eredeti	1,032	1,039	1,014	1,033	1,029	1,003	1,018
új szezonálisan igazított	1,028	1,034	1,016	1,031		1,008	1,018
Bruttó állóeszköz-felhalmozás							
korábbi eredeti	1,077	1,062	1,029	1,091	1,066	1,053	1,036
korábbi szezonálisan igazított	1,073	1,067	1,059	1,067		1,048	1,043
új eredeti	1,087	1,072	1,039	1,102	1,077	1,041	1,024
új szezonálisan igazított	1,089	1,078	1,061	1,079		1,041	1,032
Bruttó felhalmozás							
korábbi eredeti	1,145	1,042	1,095	1,119	1,099	1,048	1,029
korábbi szezonálisan igazított	1,102	1,070	1,109	1,096		1,044	1,052
új eredeti	1,113	1,019	1,083	1,106	1,079	1,058	1,030
új szezonálisan igazított	1,079	1,051	1,096	1,082		1,048	1,052
Készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhasználás							
korábbi eredeti	1,227	0,992	1,474	0,644	1,243	1,042	1,013
korábbi szezonálisan igazított	1,236	1,082	1,353	1,220		1,029	1,088
új eredeti	1,143	0,884	1,334	1,024	1,092	1,077	1,047
új szezonálisan igazított	1,037	0,938	1,275	1,095		1,081	1,152

* A szezonálisan igazított adatok az MNB saját számításai. A szezonális igazítást 1995-től végeztük el. Az 1995–1997 közötti időszakra az 1998-as árbázishoz megfelelő adatokat a KSH nem publikálta, így azt becsléssel állítottuk elő.

1. A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre

A KSH – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – az időközben rendelkezésre álló információk alapján revideálta a 2000. évi bruttó hazai termelési adatokat a tavaly harmadik negyedévi adatok publikációjakor. A revízió a termelési és felhasználási oldalt is érintette. A *Jelentésbeli* előrejelzéseinket részletesebben jelenleg a felhasználási oldal tételeire készítjük el, ezért az alábbiakban röviden ismertetjük a felhasználási oldalt érintő adatrevíziót és annak számszerű hatását előrejelzésünkre. A 2000-es év adatainak utólagos korrekciója elsősorban a fogyasztásra vonatkozó előrejelzésünket módosította. Az adatrevízió nagymértékben érintette a belföldi felhasználás egyes tételeit, a belföldi felhasználás egésze azonban mind nominálisan, mind volumenben lényegében változatlan szinten maradt. A külkereskedelem adatai 2000-re vonatkozóan nem változtak, csak 2001. első két negyedévi tényadatok módosultak kismértékben.

Mint az 1. táblázatból látható, az adatrevízió a GDP tényezői közül a lakossági fogyasztást és beruházásokat érintette jelentősen. A készletváltozás és az egyéb, nem specifikált felhasználás növekedéshez való hozzájárulása az adatrevízió következtében fél százalékra csökkent. A korrigált adatok alapján a GDP egyes tényezőinek részesedése a növekedésben 2000-ben az előző évhez hasonlóan alakult. Az egy százalékkal magasabb növekedési ütemet felhasználási oldalról a beruházások és a készletfelhalmozás növekedése eredményezte.

A háztartások végső fogyasztása a háztartások fogyasztási kiadásából és természetbeni társadalmi juttatásból adódik össze. A KSH a fogyasztás mindkét összetevőjének volumenindexét felfelé korrigálta. A háztartások vásárolt fogyasztásának éves volumenindexe 2000-ben 103,8-ról 104,3-ra emelkedett. A *Jelentésben* szereplő előrejelzésünket erre az aggregátumra készítjük. Az utólagos adatrevízió az évközi adatokat és ennek következtében a szezonális komponenseket is jelentősen módosította. Az adatrevízió következtében a 2001-re vonatkozó prognózisunk fél százalékkal alacsonyabb volumennövekedést mutat.

A természetbeni társadalmi juttatásokból származó fogyasztás a háztartások végső fogyasztásának egyötödét teszi ki. 2000-re vonatkozóan a korábbi 101,3%-os volumenindex most 103,4%-ra változott. Az index jelentős változását azzal magyarázhatjuk, hogy évközben közvetett becsléssel állítják elő, és a végleges költségvetés alapján számítják ki. A *Jelentésben* az előző 8 negyedévi növekedés átlagát használva jelezzük előre. Az adatrevízió következtében előrejelzésünk 2001-re 100,9-ről 101,3-re, 2002-re pedig 101,1-ről 102,3%-ra változik.

A háztartások végső fogyasztásának alakulását az 1. ábra szemlélteti, ezt vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az újabb adatok alapján a fogyasztás növekedése magasabb szinten és egyenletesebben alakul. A trend alapján számított rövid bázisú indexek lényegesen stabilabbak.

A közösségi fogyasztást a KSH évközben, hasonlóan a természetbeni társadalmi juttatáshoz, a munkaügyi statisztikai adatok felhasználásával közvetett módon becsléssel állítja elő. A végleges költségvetés alapján számított adatok jelentősen magasabb fogyasztást mutatnak, 2000-ben a korábbi 101,6%-os volumenindex 102,9%-ra emelkedett. A *Jelentés* prognózisában a természetbeni társadalmi juttatásnál is alkalmazott 8 negyedéves mozgó átlag alapján jelezzük előre alakulását. Az adatrevízió miatt a korábbi *Jelentésben* előrejelzéséhez viszonyítva 2002-re 0,4%-kal magasabb, 101,9%-os növekedési ütemet prognosztizálunk.

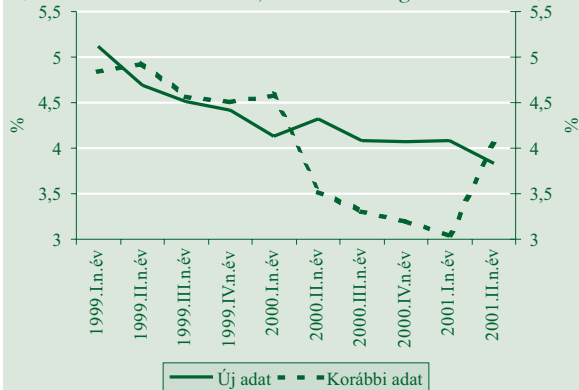
A bruttó felhalmozás a készletfelhalmozás és egyéb, nem specifikált felhalmozás csökkenése miatt alacsonyabb szintet mutat. A bruttó felhalmozás volumenindexe a készlet és egyéb, nem specifikált felhasználás változása miatt éves szinten 2%-kal alacsonyabb lett. A negyedéves növekedési ütemek ezzel arányosan csökkentek (lásd 2. ábra).

A beruházások növekedési ütemét vizsgálva a korrigált adatok alapján a trend 2000. év elejétől erőteljesebben csökkent. A rövid bázisú indexek alapján számított évesített növekedési ütem 2000-ben jelentősebben csökkent, majd 2001 első két negyedében 3%-on stabilizálódott (lásd 3. ábra).

A belföldi felhasználás szintje és növekedési üteme nem változott az adatrevízió következtében. A készletváltozás és egyéb, nem specifikált felhalmozás alacsonyabb szinten és egyenletesebben alakult. A belföldi felhasználás egyenletes növekedése

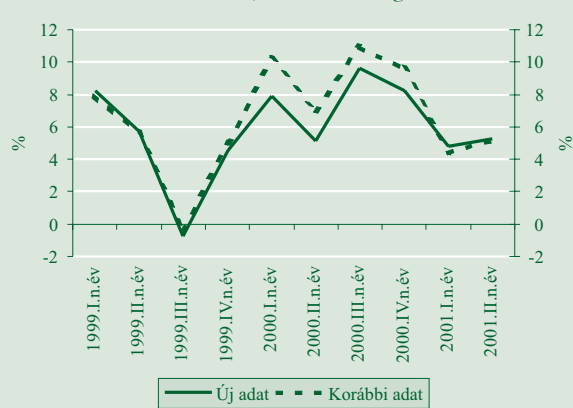
1. ábra A háztartások végső fogyasztása

(éves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)



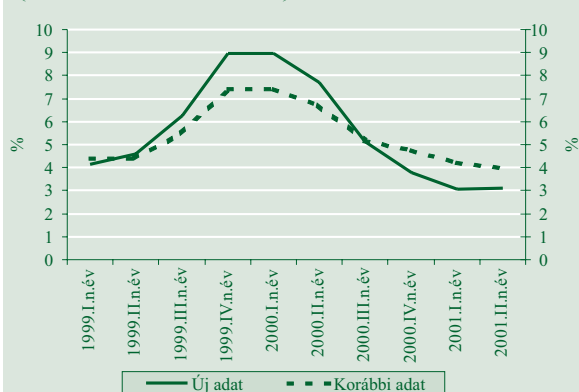
2. ábra A bruttó felhalmozás alakulása

(éves növekedési ütemek, szezonálisan igazított adatok)



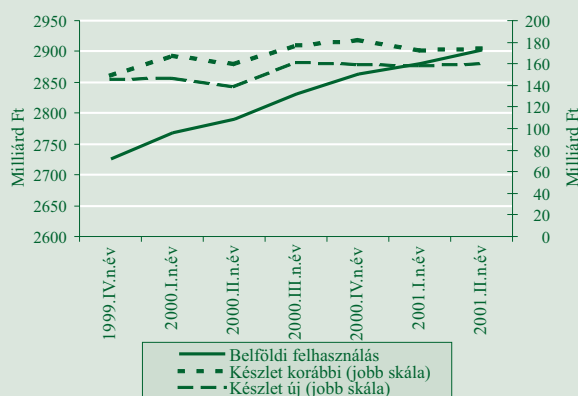
3. ábra A beruházások trendjének változása

(évesített rövid bázisú index)



4. ábra A belföldi felhasználás és a készletváltozás alakulása

(1998. évi változatlan áron szezonálisan igazítva)



úgy valósult meg, hogy a készletek szintje a 2000. harmadik negyedévi emelkedés óta szinten maradt (lásd 4. ábra).

A GDP-adatok utólagos revízióját az inflációs előrejelzés szempontjából értékelve hangsúlyozzuk, hogy 2001-re vonatkozóan a fogyasztás növekedési ütemének előrejelzése – az adatrevízió miatt – fél százalékkal magasabb lett. A 2001. évi erős defláció tehát a korábbi *Jelentésben* előrejelzettnél magasabb fogyasztási kereslet mellett valósult meg. 2002-ben a revízió hatása már nem érezhető számottevően, de a korábban feltételezettnél kisebb fogyasztási kereslettel számolunk előrejelzésünkben. A beruházási adatok utólagos revíziója a 2001-re előre jelzett növekedési ütem mérséklődését okozta.

2. A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere

Az inflációs előrejelzés egyik legbizonytalanabb eleme a feldolgozatlan élelmiszerek várható inflációjának előrejelzése, ezért az alábbiakban röviden tájékoztatást adunk alkalmazott módszereinkről.

A feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói árváltozását alapvetően a *mezőgazdasági termékek termelői áralakulása* határozza meg (kb. 85%), az egyéb költségoldali árváltozásoknak és keresleti-kínálati tényezőknek viszonylag kis súlya van. A mezőgazdasági termelői árakat nagymértékben befolyásolják az időjárási és egyéb váratlan eseményekből eredő (pl. állategészségügyi korlátok miatti) kínálati sokkok. Nehezíti az előrejelzést, hogy az árak igen volatilisak, a szezonális hatásoktól is megtisztított havi mezőgazdasági termékár kilengése eléri a $\pm 10\text{--}15\%$ -ot is.¹

Az előrejelzés nagy kockázatára tekintettel fontos szerepet kap az *agrárgazdasági szakértők véleményének figyelembevétele*, elsősorban a várható húspiaci és gabonapiaci rövid távú kilátások tekintetében.² Az előrejelzéseinkben felhasználjuk az Agrárgazdasági Kutató és Informatikai Intézet (AKII) Piaci Információs Osztályának operatív piaci információ- és termékpályaelemzéseit, továbbá rövid távú prognózisait.³ Ezek a termelői árakra vonatkozó közel féléves előrejelzések azonban konkrét értékeket általában nem tartalmaznak, számításainkban iránymutatóul szolgálnak. Kiegészítő információként használjuk az árakat közvetlenül befolyásoló gazdaságpolitikai döntéseket, amennyiben közvetlen hatásuk mérhető. Figyelembe vesszük továbbá a Budapesti Árutőzsde határidős gabonapiacán kialakult *búza napi kötési árait*, amely rövid távú előrejelzésre alkalmas eszköz.⁴

A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulását a mezőgazdasági alapanyag árváltozásán kívül további tényezők is befolyásolják,

¹ A zöldség-gyümölcs esetében a $\pm 30\%$ -os elmozdulás sem ritka.

² Biológiai ciklus várható hatása, termelési kilátások, exportlehetőségek stb.

³ http://www.akii.hu/INFORMATIKA/PIACI_INFO/piaci_informaciok.htm

⁴ Közgazdaságilag célszerű lenne a mezőgazdasági termelői árak előrejelzéséhez az egyéb költségoldali (például kőolajár) és keresletoldali hatásokat is elemezni, mint az inflációt befolyásoló fontos tényezőt. Ehhez azonban megfelelő részletettségben nem áll rendelkezésre alapszintű információ. Feltehetően ez is szerepet játszhat abban, hogy az utóbbi hónapok nyerstekekárát a ténylegesnél magasabbra becsültük 2001-ben.

mint a várható *bérköltség növekedése*, a szállítás-tárolásban megjelenő energiaáron belül elsősorban a *benzin- és a földgázár*, az importból származó termékeknél (a feldolgozatlan élelmiszerek kb.4%-ánál) az *árfolyam*hatás, illetve az infláció ragadósága (az inercia). E tényezők azonban kimutathatóan jóval kisebb mértékben érintik a feldolgozatlan élelmiszerek árait, mint általában a fogyasztás egyéb termékköreit (lásd 3. táblázat).

A fogyasztói kosár mintegy 5,4%-át kitevő feldolgozatlan élelmiszerek inflációja elsősorban az agrárárváltozásokat követi (lásd 5. ábra). A termelői áringadozás azonban teljes mértékben nem mindig jelenik meg a fogyasztói árban és egyes termékkörökben a kiugró, a fogyasztói piac által átmenetinek tekintett termelői ármozgást a fogyasztói ár nem követi. A nominális árak rugalmatlanságának általában több oka lehet; az élelmiszereknél leginkább a versenyhelyzet, a kiskereskedelem piaci struktúrája ad magyarázatot.

Az agrárpiacon kereslet-kínálati zavarai adódó árkiingéseket Magyarországon is fékezik intervenciós eszközök, állami támogatások. A relatíve magasabb hazai infláció mellett az alkalmazott piacsabályozás nem képes kellően mérsékelni az árkiingéseket, azok erőteljesek maradnak. A feldolgozatlan élelmiszerek árak volatilitása mintegy háromszor nagyobb a Németországban és Ausztriában tapasztalt átlagnál (a hústermékek esetében négyszeres az eltérés). Ezért – a meglepetésszerű, váratlan eseményekből adódó hatások miatt – e termékkör árváltozásának előrejelzésben rejlő kockázat nagy.

3. Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?

A készletfelhalmozás empirikus vizsgálatának és előrejelzésének kérdése ritkán kerül a hazai közgazdasági elemzés látókörébe. A nemzetközi tapasztalatok ugyanakkor azt mutatják, hogy a készletváltozás jelentős mértékű ingadozásai nagymértékben együtt mozognak a gazdaság ciklikus mozgásával – a végső kibocsátás varianciájának közel 40%-át magyarázzák.⁵ A konjunktúraciklus előrejelzésében tehát a készletállomány prognosztizálásának fontos szerepe lehet.

Az MNB előrejelzési gyakorlatában a keresleti és kínálati oldali prognózis között a készletállomány alakulására tett feltevések teremtik meg a kapcsolatot (lásd III. fejezet). Az előrejelzés konzisztenciájáról csak akkor beszélhetünk, ha a keresleti és kínálati oldali előrejelzés különbségeként adódó készletek a prognosztizált konjunkturális folyamatokkal összhangban alakulnak. A kérdés tehát az, hogy milyen kapcsolatot feltételezünk a készletek és a konjunktúra változása között.

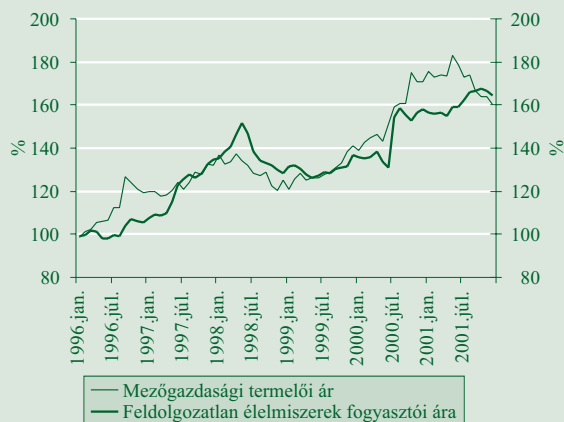
Elméleti szempontból a készletek és a konjunktúra alakulása közötti kapcsolat nem tekinthető egyértelműnek. A közgazdasági gondolkodásban alapvetően kétféle – egymással ellentétes következtetést levonó – megközelítés ismert. Ha a vállalatok

3. táblázat A mezőgazdasági termelői árakon kívüli egyéb tényezők változásának hatása a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói árára

	Költségváltozás	Hatás a feldolgozatlan élelmiszerek árára
Munkaköltség	2	0,1
Benzin- és földgázár	10	0,3
Árfolyam	10	0,3–0,4

5. ábra A feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói ára és a mezőgazdasági termelői árak

(1996. január = 100; szezonálisan igazított)



⁵ Blinder számításait az amerikai gazdaságra végezte el az 1959–79 közötti időszakra. Lásd Blinder A.S (1991) "The Resurgence of Inventory Research," NBER Working Papers No.3408.

készleteiket a változó keresleti hatások kivédésére és a termelés simítására használják, akkor a romló értékesítési lehetőségek készletfelhalmozáshoz vezetnek, a javuló feltételek pedig a készletek leépülését eredményezik. Eszerint tehát a készletek a konjunktúraciklussal ellentétesen mozognak. Ezzel szemben, a makroszintű tapasztalatok azt mutatják, hogy a készletek alapvetően a konjunkturális ingadozásokkal szinkronban mozognak. Ez leginkább azzal magyarázható, hogy a vállalatok csak akkor adnak le új rendeléseket (termelnek), ha a készlet szintjük egy kritikus szint alá csökken. Az értékesítés és a készlet tehát egy irányban mozog mindaddig, amíg a készletek el nem érik a kritikus alsó határt. Mivel a termelés az alsó szint elérésekor hirtelen alkalmazkodik, ezért a termelés ingadozása nagyobb lesz az értékesítésénél.

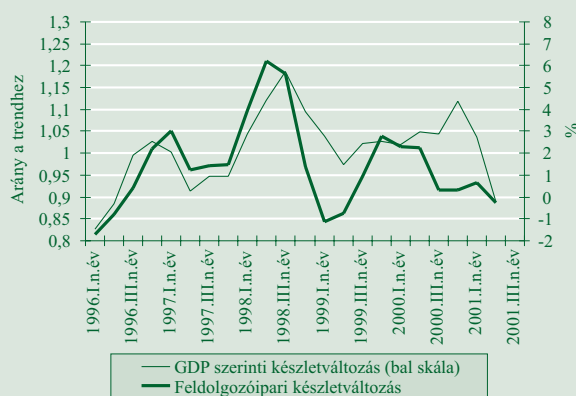
A készletek és a konjunkturális ingadozások közötti kapcsolat hazai elemzését gyakorlati oldalról a rendelkezésre álló készletstatisztikák hiányosságai nehezítik. A KSH kétféle adatsort közöl a készletekre vonatkozóan: a nemzeti számla szerinti készletváltozás, és az ágazati bontásban publikált folyó áras készletállomány idősorát.

A nemzeti számla adat magában foglalja a GDP keresleti és kínálati oldalának az eltéréséből eredő statisztikai hibát is, ezért tartalmilag nem tekinthető „tisztá” mutatószámnak. Ugyanakkor a mutató ingadozásai (a statisztikai hibának a GDP-hez mért stabil arányát feltételezve) a nemzetgazdasági szintű készletváltozás irányait jól jelzik.

A folyó áras készletállomány szám vonatkozásában az árhatalások kiszűrése jelent nehézséget. A készlet-átértékelésből adódó értékváltozásra ugyanis nem áll rendelkezésre statisztika. A folyó áras idősor további problémája, hogy csak 1999-től érhető el a nemzetgazdaság egészére. Elemzési célra ezért a feldolgozóipari készletállományt használjuk, amely a nemzetgazdaság teljes készletállományának közel 70%-át teszi ki.⁶ A feldolgozóipari készletállomány vizsgálata mellett szól továbbá, hogy ezt az ágazatot érintik legerősebben a konjunkturális ingadozások.

A GDP szerinti és a feldolgozóipari készletváltozás adatsorainak egybevetéséből kiderül, hogy a statisztikák tartalmi különbözőségük ellenére is hasonló képet mutatnak (lásd 6. ábra). Ennek alapján a hazai készletalakulás a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban prociklikus jellegűnek mondható. Ez azt jelenti, hogy a vállalatok a fellendülés időszakában növelik, míg a recesszió idején az alacsonyabb termelési szinthez alkalmazkodva csökkentik készleteiket. Ettől a tendenciától rövid távon a keresleti sokk kiszámíthatóságának függvényében lehetnek ugyan eltérések (amint arról a III. fejezetben a jelenlegi és az orosz válság összehasonlítása kapcsán már szó esett), hosszú távon azonban a készleteknek a konjunkturális ciklussal való együttmozgását feltételezzük.

6. ábra A készletváltozás mutatóinak alakulása



Megjegyzés: a feldolgozóipari készletadat a folyó áras készletállomány adatból a feldolgozóipar termelési árindexével deflálva. A GDP szerinti készletváltozás idősor trendszerűt. Szezonálisan igazított és 3 tagú mozgóátlaggal simított adatok.

⁶ A folyó áras feldolgozóipari készletállomány adatsorát a feldolgozóipari termelői árindexszel defláltuk.

Összességében megállapítható, hogy a hazai készletstatisztikák – gyakorlati alkalmazásuk nehézségei ellenére – képet adnak a konjunktúra alakulásáról.

Így egy olyan előrejelzési módszer, amely a készletek elemzésére is hangsúlyt helyez megbízhatóbb eredményekre vezethet.

A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette
a Műszaki-Ellátási Főosztály kiadói irodája

