



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2005. FEBRUÁR**



# Jelentés az infláció alakulásáról

2005. február



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.*

*A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációcsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitás elérésére. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljeskörűen az infláció várható alakulását és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, negyedévente megjelenő kiadvány mutatja be az MNB Közgazdasági főosztályán készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági főosztály előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételezünk fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.*

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

A jelentés egyes részeit készítették: Antal Judit, Benk Szilárd, Gyenes Zoltán, Jakab M. Zoltán, Krekó Judit, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Orbán Gábor, Oszlay András, Pula Gábor, Rezessy András, Szemere Róbert, Virág Barnabás és Vonnák Balázs. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági főosztály, a Pénzügyi elemzések főosztálya és a Statisztikai főosztály további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más főosztályaitól és a Monetáris Tanácstól is, amely 2005. január 24-i és február 7-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági főosztályának véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.



## TARTALOM

|                                                                                                          |               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>Összefoglaló</b>                                                                                      | <b>7</b>      |
| <b>Az alappálya összefoglaló táblázata</b>                                                               | <b>12</b>     |
| <br><b>I. Pénzügyi piacok</b>                                                                            | <br><b>15</b> |
| I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés                                                              | 16            |
| I. 2. Árfolyam-alakulás                                                                                  | 19            |
| I. 3. Hozamok                                                                                            | 22            |
| I. 4. Monetáris kondíciók                                                                                | 24            |
| <br><b>II. Az infláció és meghatározó tényezői</b>                                                       | <br><b>26</b> |
| II. 1. Konjunktúra                                                                                       | 29            |
| II. 2. Munkapiac                                                                                         | 36            |
| II. 3. Az infláció alakulása                                                                             | 41            |
| <br><b>III. Inflációs kilátások</b>                                                                      | <br><b>48</b> |
| III. 1. Előrejelzésünk áttekintése                                                                       | 51            |
| III. 2. A várható inflációs folyamat és meghatározói az alappályában                                     | 53            |
| <br><b>IV. Aktuális kérdések</b>                                                                         | <br><b>59</b> |
| IV. 1. Háttér-információk előrejelzéseinkhez                                                             | 66            |
| IV. 2. Az államháztartáshiány-mutatók alakulása                                                          | 75            |
| IV. 3. A külső egyensúly alakulása                                                                       | 76            |
| IV. 4. A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése                    | 78            |
| IV. 5. Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika               | 83            |
| IV. 6. Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása                          | 85            |
| IV. 7. Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra?<br>Becslés VAR-modellel      | 88            |
| <br><b>A jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai<br/>és mellékletei 1998–2005</b> | <br><b>90</b> |





## Összefoglaló

**Kedvező nemzetközi pénzügyi környezet**

A novemberi jelentésünk óta eltelt időszakban a globális és regionális befektetői környezet kisebb megingásoktól eltekintve továbbra is rendkívül kedvező maradt.

**A forintbefektetések kockázati megítélése nem javult**

A kedvező nemzetközi pénzügyi feltételek ellenére a magyar gazdaság egyensúlyi helyzetével kapcsolatos kilátások és ennek következtében a forintbefektetések kockázati megítélése nem javult számottevően. A külföldi befektetők forintoszközök iránti kereslete az elmúlt három hónapban összességében csökkent, bár februártól újra erősödni látszik.

**Stabil árfolyam és csökkenő hozamok – de a hosszú távú bizonytalanság jelentős maradt**

A forint árfolyamát viszonylagos stabilitás jellemezte, az állampapír-hozamok csökkentek. A stabil árfolyam-alakulás háttérében részben a piaci szereplők óvatos monetáris politika folytatódását feltételező várakozásai, részben a belföldi magánszektor devizaforrás-bevonása állhatott. A rövid hozamok csökkenéséhez a javuló inflációs környezet és a stabil árfolyam járult hozzá. A hosszú távú folyamatokat és az euró bevezetését célzó konvergenciaprogram teljesülését azonban továbbra is jelentős bizonytalanság övezi.

**Előrejelzésünk feltevések mellett érvényes**

A jelentésben bemutatott előrejelzés – eddigi gyakorlatunknak megfelelően – változatlan monetáris kondíciók, azaz árfolyam és kamat feltételezésével készült. A fiskális politikát tekintve 2005-re az elfogadott költségvetési törvény alapján készítettük el elemzésünket; míg 2006-ra a meghirdetett 0,6 százalékos hiánycsökkentési cél teljesülését feltételeztük.

**2004-ben elsősorban az indirekt adók változása emelte a fogyasztóiár-indexet**

2004-ben a fogyasztóiár-index több mint két százalékponttal emelkedett az előző évhez képest. Az éves átlagos számok mögött azonban az infláció éven belüli lefutása nem volt egyenletes. 2003 második felében az árnövekedés üteme gyorsult, emelkedett az inflációs nyomás a gazdaságban, amit 2004 elején ugrásszerű árnövekedés követett az indirektadó-emelések következtében. 2004 közepétől azonban a fogyasztóiár-index markáns csökkenésnek indult; a negyedik negyedévre pedig a trendinflációs mutatók az indirektadó-emelések bejelentése előtti szintre süllyedtek.

**Az indirektadó-emelés nem növelte tartósan az inflációs várakozásokat**

A tavalyi év közepétől beindult gyors inflációmérséklődés a lakossági és a vállalati inflációs várakozások csökkenésével járt együtt. Nem állapítható meg ugyanakkor egyértelműen, hogy az

A stabil és erős forintárfolyam miatt növekvő importverseny erősítette a dezinflációt

inflációs várakozások mérséklődése oka-e vagy következménye az inflációmérséklődésnek. Összességében úgy tűnik, hogy az indirektadó-emelés nem emelte tartósan az inflációs várakozásokat.

A munkapiac szűkossége az év második felében enyhülni kezdett

Az infláció tavaly második félévi gyors csökkenésében meghatározó volt a stabil és a 2003 második félévinél erősebb forintárfolyam hatása, amely növelte az importpiaci versenyt a külkereskedelemmel versenyző szektorokban. Tovább erősítette a piaci versenyt az EU-csatlakozás hatása is. Ezen hatások leginkább az iparcikkek és az élelmiszerek, ill. az alkoholtermékek áralakulására voltak hatással. Az inflációs várakozások mérséklődéséről tanúskodó felmérések pedig a monetáris politika közvetett dezinflációs hatását jelzik.

A keresletoldali inflációs nyomás értékelése bizonytalan

A dezinflációs kilátásokat erősíti, hogy 2004 második felében a korábban jelzett munkapiaci szűkosság enyhülni látszott. Tavaly a nemzetgazdaság munkakereslete kezdeti növekedésből stagnálásba, majd csökkenésbe fordult. Ezzel egyidejűleg a munkanélküliség emelkedésnek indult. A munkapiaci szűkosság enyhülése a bérinfláció lassulását eredményezte. A bérinfláció mérséklődéséhez hozzájárulhatott az inflációs várakozások mérséklődése is.

3,5-4 százalék között stabilizálódó GDP-növekedés várható

Az árupiac keresleti oldalának szerepe kevésbé világos. A lakossági fogyasztás növekedése 2003-hoz képest jelentősen csökkent, ami a belföldi inflációs nyomást mérsékelhette. Más oldalról azonban az élénk beruházási tevékenység és a gyorsuló exportdinamika erősítette a vállalati konjunktúrát, ami jól tükröződik a tavalyi GDP-növekedés ütemében is. Így tehát 2004-ben az aggregált kibocsátási rés az előző évhez képest emelkedett, összetételének változása azonban inkább segíthette a dezinflációt.

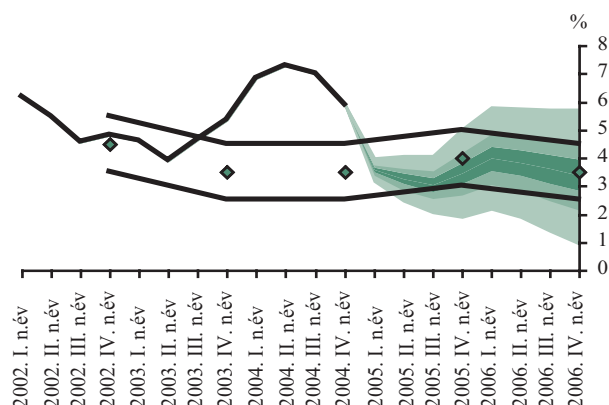
Lassuló belföldi felhasználás-bővülés és javuló nettó export

Értékelésünk szerint a 2004. évi, várhatóan 4 százalék körüli GDP-növekedési ütem a beruházások kiugróan dinamikus bővülésével, a fogyasztási dinamika elhúzódó lassulásával magyarázható. Termelési oldalról pedig az ipar és a mezőgazdaság járult hozzá az erős növekedéshez. Előrejelzési horizontunkon azzal számolunk, hogy a növekedés üteme fokozatosan 4 százalék alá, a hosszú távú növekedési ütem közelébe lassul.

A növekedési ütem enyhe lassulását a lakossági fogyasztás és a beruházási aktivitás mérséklődése okozza. A háztartások fogyasztási dinamikájának lassulását a korábbi éveknél lassabban bővülő

|                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                       | <p>reáljövedelem-pálya, illetve a jövedelemből fogyasztásra fordított arány fokozatos mérséklődése okozza.</p> <p>A nemzetgazdasági beruházások lassulását elsősorban a lakosság ingatlanberuházásainak mérséklődése okozza. Mint korábban is jeleztük, arra számítunk, hogy a támogatott lakáshitelek 2003 végi szigorításának beruházásokra vett hatása elsősorban 2005 folyamán érvényesülhet. Enyhe lassulással számolunk a vállalati szektor esetében, ahol a beruházási ráta alakulása azonban továbbra is dinamikus kapacitásbővülésre utal.</p> <p>A lassuló belföldi felhasználás és azon belül főleg a beruházási dinamika mérséklődése javuló nettó exportot valószínűsít.</p>                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Határozott dezinfláció várható</b>                                                 | <p>Alapfeltevéseink érvényessége esetén, különösen stabil forintárfolyam mellett, erősödő dezinflációval számolunk. Alap-előrejelzésünkben 2005 végén 3,6 százalék, 2006 végén pedig 3,4 százalék körüli fogyasztóiár-indexet prognosztizálunk.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>2005-ben az indirektadó-emelés hatásának elmúlása gyors árindexcsökkenést okoz</b> | <p>2005 folyamán a várható árindexcsökkenés jelentős része a tavalyi év eleji indirektadó-emelések hatásának megszűnéséből fakad, de a makrogazdasági folyamatok és egyéb tényezők is az infláció mérséklődésének irányába hatnak. A januári szinten feltételezett forintárfolyam fennmaradása esetén a külkereskedelemmel versenyző szektoroknál erős piaci versennyel és változatlan vagy csak enyhén emelkedő árszintekkel számolhatunk. A hazai piacra orientált, szolgáltatási szektorokban költségoldalról a bér- illetve a fajlagos bérköltség-növekedés várható lassulása, keresleti oldalról pedig a lakossági fogyasztás lassulása támogathatja a dezinflációt. E körben azonban mérsékelt dezinflációs hatásra számítunk. A külsődleges hatások közül a dezinflációt segíti az olajárak feltételezett mérséklődése is. A szabályozott árak infláció felett várható növekedése ugyanakkor 2005-ben is a dezinfláció ellen hat.</p> |
| <b>Hosszabb távon más tényezők segítik a dezinflációt</b>                             | <p>2006-ban további dezinflációra számítunk, ekkor azonban az ár-növekedés mérséklődése a maginfláción kívüli termékcsoportok esetében lesz inkább jellemző. Ezzel szemben a maginflációban némi gyorsulást prognosztizálunk, ami azonban részben bázishatás, illetve a feltételezett jövedékiadó-emelés eredménye. A dezinflációt ekkor már lassíthatja, hogy a 2003-ról 2004-re bekövetkezett árfolyam-felértékelődéshez való közvetlen alkalmazkodás már befejeződik. A konjunktúra élénksége 2006-ban ugyan csak lassítja a dezinflációt, bár a lakossági fogyasztás dinamikája várhatóan alacsony marad.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája**  
(az előző évi azonos időszakához képest)



A feltételezett monetáris kondíciók mellett az infláció a meghirdetett célsávon belül alakulhat

A külső egyensúly érzékelhető javulása csak hosszabb távon és fiskális hiánycsökkentés mellett várható

A költségvetésihiány-cél 2005-ben, pótlólagos intézkedés nélkül várhatóan nem teljesül

Értékelésünk szerint a jelenlegi monetáris kondíciók fennmaradása esetén a fogyasztói árak növekedési üteme 2005-ben és 2006-ban is a meghirdetett célsávon belül alakulhat.

Az alappálya körüli kockázatokat tekintve, inflációs előrejelzésünk elsősorban az olajárak, a feldolgozatlan élelmiszerek, illetve a bérek várható alakulására érzékeny. Kiemelt bizonytalansági tényező az is, hogy a tavalyi év végi árnövekedési ütem mennyiben tekinthető tartós inflációs dinamikának. 2006-ban a fentiekén túl a szabályozott árak alakulásában látunk számottevő, inkább lefelé mutató kockázatot. Összességében az alap-előrejelzés körüli kockázatokat szimmetrikusnak ítéljük meg. A meghirdetett inflációs célsávhoz képest mindkét évben némileg nagyobb a célsáv alatti, mint a célsáv feletti árnövekedés valószínűsége.

2005-re a külsőegyensúly-hiány kismértékű javulását prognosztizáljuk. A külső finanszírozási igény várhatóan a GDP 8 százaléka körül alakul, míg a folyó fizetési mérleg hiánya némileg mérséklődik a tavalyi, közel 9 százalékos GDP-arányos szinthez képest. A mérséklődés elsősorban a lakossági szektor megtakarítási hajlandóságának emelkedéséből adódik, míg az állami és vállalati szektorok finanszírozási igényét a tavalyi szint közelébe várjuk.

2006-ban akkor várható érzékelhető külső egyensúlyi javulás, ha a feltételezett mértékben bekövetkezik, és az aggregált kereset szűkítésével jár az előrejelzésben feltételezett államháztartáshiánycsökkentés. Várakozásunk szerint, az adott növekedési pálya mentén ugyanis a magánszektor nettó finanszírozási képességében nem lesz számottevő javulás.

A fiskális politika 2004-ben csak rendkívüli, év végi intézkedésekkel volt képes elérni a tavalyi év őszén megemelt hivatalos hiányelőrejelzést. Értékelésünk szerint az intézkedések túlnyomó több-

sége csak átmenetileg csökkentette a hiányt, mivel a visszatartott kifizetések a jövőre vonatkozóan jelentenek hiánynövelő determinációt, illetve kockázatot.

Számításaink szerint pótlólagos intézkedések nélkül a 2005-re meghirdetett ESA-hiány-cél várhatóan nem teljesül. Az idei évre vonatkozó 5,3 százalékos ESA-hiány-előrejelzésünket nagyfokú bizonytalanság övezi, részben a tavaly év végi kormányzati intézkedések hatása, részben az eredményszemléletű hiányszámítás hazai módszertanának képlékenysége miatt. Eközben prognózisunk szerint az állam keresleti hatása 2005-ben közel semleges lesz.

Alappályánkban 2006-ra feltételezzük a módosított konvergenciaprogram szerinti, GDP-arányosan 0,6 százalékos hiánycsökkentés megvalósulását. Ennek bizonytalanságát érzékelteti, hogy a jelenleg látható főbb trendek és determinációk hiánynövelő hatása miatt ehhez eredőjében a GDP arányában közel 2 százalékos egyensúlyjavító intézkedésre lesz szükség.

A 2006-ra tervezett  
hiánycsökkentés nagymértékű  
kiigazítással érhető el

# Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a III. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg;  
az előző év azonos időszakához képest, százalék, ha másképp nem jelezzük)

|                                                  | 2003         | 2004 | 2005        | 2006              |
|--------------------------------------------------|--------------|------|-------------|-------------------|
|                                                  | Tény/Becslés |      | Előrejelzés |                   |
| Fogyasztóiár-index                               |              |      |             |                   |
| December                                         | 5,7          | 5,5  | 3,6         | 3,4               |
| Éves átlag                                       | 4,7          | 6,8  | 3,4         | 3,8               |
| Gazdasági növekedés                              |              |      |             |                   |
| Külső kereslet (GDP-alapon)                      | 0,5          | 1,8  | 1,9         | 2,3               |
| Lakossági fogyasztás                             | 7,6          | 3,2  | 2,1         | 2,2               |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás                    | 3,4          | 11,6 | 4,5         | 4,3               |
| Belföldi felhasználás                            | 5,4          | 5,2  | 2,2         | 3,0               |
| Export                                           | 7,6          | 14,1 | 12,1        | 10,3              |
| Import                                           | 10,4         | 14,8 | 9,7         | 9,3               |
| GDP                                              | 3,0          | 4,0  | 3,8         | 3,6               |
| Folyó fizetési mérleg hiánya                     |              |      |             |                   |
| A GDP százalékában                               | 9,0          | 8,9  | 8,7         | 8,0               |
| Milliárd euróban                                 | 6,6          | 7,2  | 7,7         | 7,6               |
| Államháztartás                                   |              |      |             |                   |
| ESA-hiány                                        | 6,2          | 5,3  | 5,3         | 4,7 <sup>6</sup>  |
| Nemzeti definíció szerinti hiány <sup>1</sup>    | 5,3          | 4,5  | 4,4         | 3,7 <sup>6</sup>  |
| Keresleti hatás <sup>2</sup>                     | -0,4         | -0,4 | 0,1         | -0,6 <sup>6</sup> |
| Munkapiac                                        |              |      |             |                   |
| Nemzetgazdaság bérinfláció <sup>3</sup>          | 10,9         | 7,5  | 7,5         | 6,5               |
| Nemzetgazdaság foglalkoztatottság                | 1,2          | -0,4 | -0,1        | 0,5               |
| Versenyszféra bérinfláció <sup>4</sup>           | 8,7          | 9,3  | 7,8         | 7,1               |
| Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>    | 0,7          | -0,2 | 0,4         | 0,7               |
| Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5</sup> | 4,4          | 3,4  | 4,2         | 2,6               |
| Lakossági reáljövedelem                          | 4,3          | 3,4  | 3,7         | 2,8               |

Előrejelzésünket a február 15-ig beérkezett információk alapján készítettük. Előrejelzéseink novemberi jelentéshez képesti változásairól és más előrejelzésekkel való összevetésről l. a IV. 1. fejezetet.

<sup>1</sup> A magánnyugdíjpénztárak bevételeinek és kiadásainak hozzáadása az államháztartás ESA szerinti egyenlegéhez; a KSH és a Pénzügyminisztérium által közölt korrekció alapján. <sup>2</sup> Az MNB által 1998 óta számított elemzési célú mutató: a kiegészített (SNA-) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magán-nyugdíjpénztári befizetések változásával. A negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>3</sup> Államnál a 2005 januárjában esedékes, 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük. <sup>4</sup> Az aktuális versenyszféra bérinfláció a KSH intézményi statisztikája által felölelt teljes versenyszférát tartalmazza, míg a novemberi jelentésben csak a feldolgozóipar és piaci szolgáltatások bérinflációjának súlyozott átlaga szerepelt. <sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérésének megfelelő kategória. <sup>6</sup> Nem saját előrejelzés, hanem feltételezett fiskális pálya a konvergenciaprogram alapján.

# I. Pénzügyi piacok







A novemberi jelentésünk óta eltelt időben a globális és regionális (Kelet-Közép-Európát érintő) befektetői környezet kisebb megingásoktól eltekintve továbbra is rendkívül kedvező maradt.

A kedvező nemzetközi pénzügyi feltételek ellenére a magyar gazdaság egyensúlyi helyzetével kapcsolatos kilátások és ennek következtében a forintbefektetések kockázati megítélése nem javult számottevően. A külföldi befektetők forinteszközök iránti kereslete az elmúlt három hónapban összességében csökkent, bár februártól ismét erősödni látszik.

A forint árfolyamát viszonylagos stabilitás jellemezte, az állampapírhozamok csökkentek. A stabil árfolyam-alakulás hátterében a piaci szereplők óvatos monetáris politika folytatódását feltételező várakozásai, illetve a belföldi magánszektor devizaforrás-bevonása állhatott, a külföldi szereplők csak februárban járultak hozzá az árfolyam erősödéséhez. A rövid hozamok csökkenéséhez a javuló inflációs környezet és a stabil árfolyam járult hozzá. A hosszú távú folyamatokat és az euró bevezetését célzó konvergenciaprogram teljesülését azonban továbbra is jelentős bizonytalanság övezi.

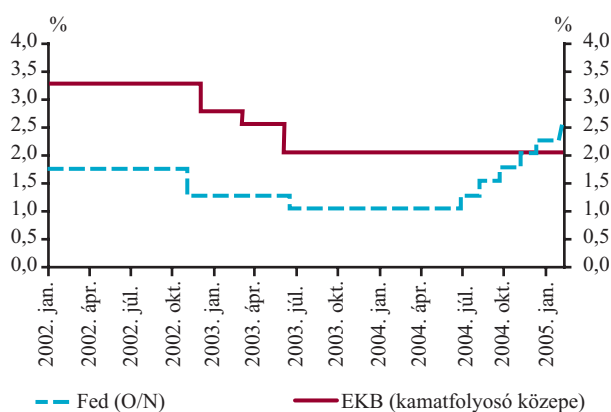
## I. 1. Külföldi kamatok, kockázati megítélés

A nemzetközi befektetői környezet az elmúlt negyedévben a tavalyi év nagy részéhez hasonlóan globális és regionális szinten egyaránt igen kedvező volt.

Az amerikai és európai konjunktúra, illetve kamatalakulás immár fél éve igen különböző képet mutat. Előző jelentésünk óta az amerikai monetáris politikában folytatódott a fölfelé ívelő kamatciklus: a jegybank szerepét betöltő Fed három alkalommal, 25-25 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, amely így jelenleg 2,5 százalékon áll. A Fed értékelése szerint az amerikai gazdaság növekedése robusztus, a fellendülés bázisa szélesedik, ugyanakkor a munkaerőpiacon nem alakult ki jelentős feszültség, az inflációs kockázatok pedig mérsékeltek, így a szigorítás jelenlegi ütemén nem indokolt változtatni. A piac ennek megfelelően a monetáris élénkítés fokozatos visszavételének folytatódására számít, ami megjelenik a futures árakban is: nyárig összesen 75 bázispontos kamatemelést árazott be a piac az irányadó kamatlábra vonatkozó határidős kötések árába.

**I-1. ábra**

Fed és EKB irányadó kamatok

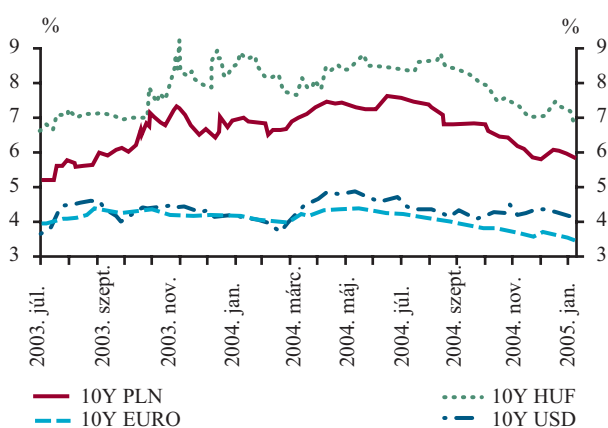


Az EKB irányadó kamata jelenleg is a több mint másfél éve változatlan, történelmileg alacsony 2 százalékos szinten áll, amely az év elejétől már

alacsonyabb a Fed kamatcéljánál. Az euróövezet exportteljesítménye robusztus, azonban a továbbra is gyenge belső kereslet és az amerikai ikerdeficit következtében a dollárhoz (és a dollárhoz rögzített ázsiai valutákhoz) képest jelentősen felértékelődött euró szűk határt szab a fellendülésnek. Az euróövezet kamatkilátásai körül meglehetősen nagy a bizonytalanság, ugyanis a gyenge konjunktúra – részben a monetáris politika hatókörén kívül eső tényezőknek köszönhetően – a célt meghaladó inflációs szinttel párosult az utóbbi hónapokban, bár az EKB arra számít, hogy 2005 folyamán az infláció a 2 százalékos célérték alá csökken. Az Euribor futures jegyzéseiben a kamatemelési várakozások kitolódása figyelhető meg, a júniusi lejáraton viszont már látszik egy 25 bázispontos beárazott kamatemelés.

**I-2. ábra**

Tízéves állampapírhozamok



Az euróövezetben és az amerikai gazdaságban végbemenő eltérő makrogazdasági folyamatok megmutatkoztak a hosszú lejáratú állampapírhozamok eltérő alakulásában is. 2004 ősze óta a korábban szorosan együtt mozgó amerikai és európai 10 éves állampapírhozamok szétnyílása figyelhető meg. A dollárhozamokat a kamatemelési várakozások tartják magasan, míg az euróho-

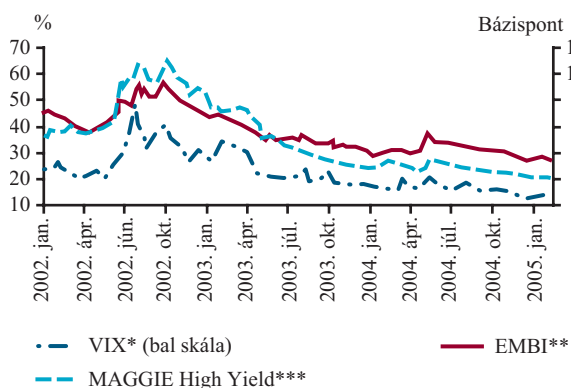
zamok a gyenge dollár és a gyenge gazdasági teljesítmény miatt tovább csökkentek 2004 novemberére óta.

A nemzetközi piacokon kialakult kamatkörnyezet és a gyengülő dollár miatt vonzóbbá váló ún. carry trade<sup>1</sup> igen erős kockázati étvágyat eredményezett, ami a globális kockázati mutatók alacsony szintjében is megjelent. 2004. május közepétől 2005 elejéig mind a feltörekvő országok átlagos országgokkázatát tükröző EMBI-index, mind az eurókötvények kamatfelárát mutató Maggie határozottan csökkent, és ezzel történelmi mélypontra került.

A „globális kockázati étvágy” erősödéséhez hozzájárultak a dollár további gyengülésére vonatkozó várakozások és a feltörekvő piacok fundamentumainak a korábbinál pozitívabb megítélése is, amelyek vonzóbbá tették a magas hozamot ígérő, feltörekvő piaci befektetéseket. A dollár két ízben – december közepén és január elején – történt váratlan felértékelődése azonban átmenetileg mérsékelte a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóságot, amelynek nyomán a feltörekvő piaci valuták többsége időlegesen valamelyest leértékelődött.

## I-3. ábra

Globális kockázati mutatók



\*VIX – Az S&P 500-részvényindexre vonatkozó opciókból számított implikált volatilitás.

\*\*EMBI Global Composite.

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

dött. Januárban a kockázati mutatók csökkenő trendjét a dollár visszaerősödése nyomán kismértékű emelkedés követte, ez azonban átmenetinek bizonyult.

A hosszú lejáratú amerikai állampapírhozamok alakulására a Fed kamatpolitikája mellett jelentős befolyással van a világ jegybankjainak tartalékpótlási stratégiája, ugyanis az elmúlt években az amerikai folyó fizetési mérleg hiányát több mint 80 százalékban (túlnyomórészt ázsiai) jegybankok dolláreszközök iránti kereslete finanszírozta. A dollár hosszú hozamok és így a globális kockázati étvágy jövőbeli alakulása szempontjából nem elhanyagolható kockázatot jelent a jegybankok hajlandósága az amerikai folyó fizetési mérleg további finanszírozására.

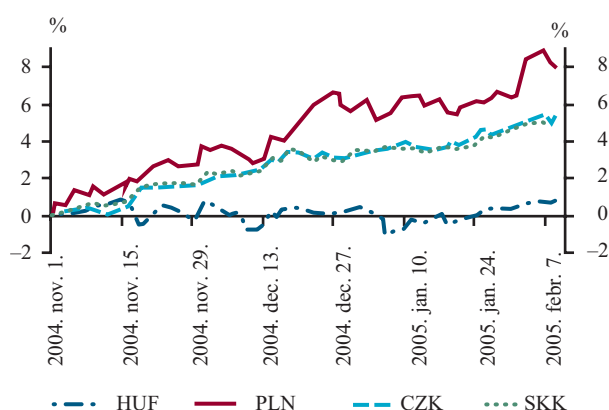
A kelet-közép-európai régió fundamentumainak megítélése egyértelműen javult az elmúlt negyedévben. A tavalyi évben a költségvetési hiány Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában is a tervezett érték alatt maradt, nagy részben a várakozásokat felülmúló gazdasági növekedésnek köszönhetően. A külső egyensúly alakulása a vártnál kedvezőbb volt, a fizetési mérlegről alkotott képet pedig tovább javítja a külföldi működő tőke jelentős szerepe a hiány finanszírozásában. A kedvezőbb fundamentális megítélés, karöltve a gyenge dollár miatt megnövekedett kockázati étvággal, jelentős mennyiségű tőkebeáramlást indukált a régióba, a regionális devizák felértékelődését eredményezve. A dollár december 10-i átmeneti, de igen markáns erősödése a régió valutáinak euróval szembeni árfolyamgyengülését is maga után vonta, január végén és február elején viszont újabb felértékelődési hullám volt megfigyelhető a térség devizapiacain. November eleje óta a lengyel zloty több mint 8 százalékot erősödött, a cseh korona pedig a január végén váratlanul végrehajtott 25 bázispontos kamat-

<sup>1</sup> Carry trade: a kamatkülönbözetet árfolyamkockázat felvállalásával kiaknázó befektetési stratégia.

csökkentés ellenére, több mint 5 százalékos erősödés után kétéves csúcsra került. A szlovák korona szintén több mint 5 százalékkal értékelődött fel, miközben a szlovák jegybank devizapiaci intervencióval próbálta fékezni a korona erősödését. Január 12-én a Moody's hitelminősítő intézet A2-ről A3-ra emelte Szlovákia hosszú lejáratú devizaadósságának besorolását, és egyúttal P2-ről P1-re javította a koronában denominált rövid lejáratú adósságának minősítését, illetve a besorolások kilátása a pozitív jelzést kapta, utalva a későbbi felminősítések valószínűségére.

## I-4. ábra

Néhány frissen csatlakozott ország valutájának euróval szembeni árfolyama  
(százalékban kifejezett erősödés 2004. november 1. óta)



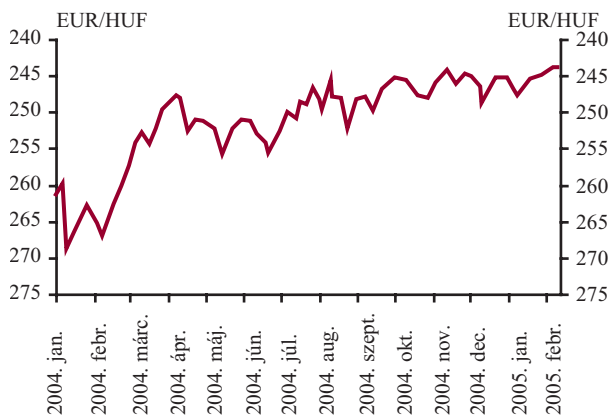
Miközben az elmúlt negyedévben a magyar pénzügyi piaci folyamatok kedvező globális és regionális környezetben mehettek végbe, az országspecifikus tényezők zömmel e pozitív tendenciákkal szemben fejtették ki hatásukat. A Fitch hitelminősítő intézet január 11-én A+-ról A-ra rontotta a hosszú lejáratú magyar forintadósság besorolását a fiskális célok múltbeli elvétésére hivatkozva. Január 18-án az Európai Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsa (ECOFIN) határozatban megállapította, hogy a magyar kormány nem tette meg a szükséges lépéseket a túlzott deficit megszüntetésére, vagyis eltért attól a kiigazítási pályától, amelyben az Európai Unió többi tagállamával előzetesen megállapodott. A túlzott deficiteljárás alatt álló tagállamok közül hazánkon kívül egyedül Görögország kapott hasonló értékelést, és ez kedvezőtlen irányba befolyásolta a magyar fiskális politika befektetői megítélését is. Pozitív meglepetést jelentettek ugyanakkor a novemberi magyar külkereskedelmi mérleg adatai, amelyek az előzetesen közölnél magasabb export és alacsonyabb import miatt jelentősen kedvezőbb egyenleget mutattak, illetve az előzetes adatok szerint a külkereskedelmi mérleg hiánya a piaci várakozásoknál decemberben is alacsonyabb volt.

## I. 2. Árfolyam-alakulás

A 2004 novembere óta eltelt időszakban a forint euróhoz viszonyított árfolyama viszonylag stabilan alakult. Az árfolyam alakulását a megelőző negyedévhez hasonlóan alacsony volatilitás jellemezte, a novembertől február elejéig tartó időszakban mindössze néhány átmeneti és kismértékű árfolyamgyengülés történt.

### I-5. ábra

A forint árfolyama az euróval szemben



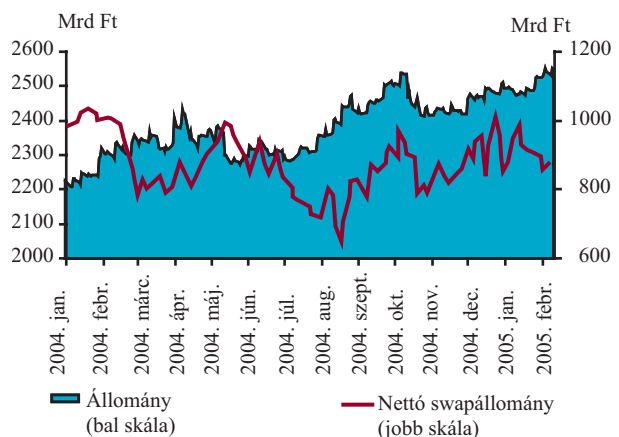
A forint alakulását a külső és országspecifikus tényezők eltérő módon befolyásolták. A rendkívül kedvező nemzetközi kockázati étvágy és pozitív regionális megítélés ellenére nincs egyértelmű jele a külföldiek által a forinthezámoktól elvárt kockázati prémium csökkenésének a november óta eltelt időszakban. A forintbefektetések kedvezőtlen megítélését mutatja az a tény, hogy novembertől összességében folytatódott, és fel is erősödött a külföldi befektetők forinteszközök iránti keresletének augusztusban kezdődött csökkenése. A hazai makrogazdasági fundamentumok jövőbeli alakulására vonatkozó negatív várakozások, vagyis a magas országspecifikus kockázatok mellett ehhez az is hozzájárulhatott, hogy az árfolyam közel került az intervenciós sáv széléhez, így az árfolyamkockázatok egyirányúakká váltak. A külföldiek forint-

pozíciói februárban valamelyest növekedtek, az azonban egyelőre nem állapítható meg, hogy ez a kockázati megítélés tartósabb javulását jelzi-e. A külföldiek növekvő forintkeresletének háttérében feltehetően jelentős szerepet játszott a felerősödő regionális kockázati étvágy.

A külföldi befektetők januárig mérséklődő pozícióvállalását mutatja, hogy állampapír-állományuk növekedését felülmúlta a nettó swapállomány emelkedése. Mindezek alapján valószínűsíthető, hogy a külföldi befektetők az állampapír-vásárlással nem kívántak pozíciót vállalni a forint mellett, és a swapügyletek kötésével összességében csökkentették árfolyamkockázatukat. Január végétől viszont az állampapír-állomány növekedését már a swapállomány csökkenése kísérte, ami tényleges tőkebeáramlást jelent.

### I-6. ábra

A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány és a nettó swap állomány



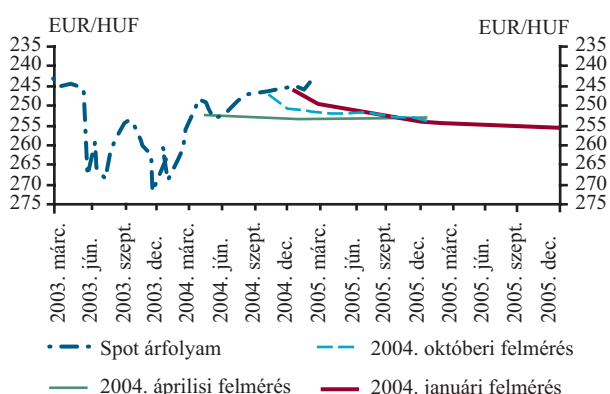
A forint árfolyamának alakulása nem tükrözte a külföldi befektetők pozícióvállalását, hiszen a januárig csökkenő forintpozíciók ellenére az árfolyam stabil maradt. Az árfolyam erős szinten való stabilizálódásának egyik magyarázata a piaci szereplők monetáris politikára vonatkozó várakozása

lehet. Fontos tényező lehet emellett a belföldi magánszektor növekvő, és az elmúlt hónapokban stabilnak tűnő devizahitel-felvétele, ami azt tükrözi, hogy a belföldi szereplők kockázatérzékelése (vagy kockázatvállalási hajlandóságuk) eltér a külföldiekétől. A külföldiek forintpozíciója mindössze februárban mozgott együtt az árfolyammal.

A november óta eltelt időszakban tapasztalt, csekély mértékű árfolyamgyengülések és -erősödések elsősorban a külföldi szereplők kockázati megítélésében történt ingadozásokat tükrözik. A hazai fundamentumokkal kapcsolatos bizonytalanság átmeneti erősödése tükröződött például a magyar államadósság Fitch általi leminősítését követő forintleértékelődésben. Az árfolyam december közepi és január eleji megingása azonban a dollár átmeneti gyengülései nyomán a globális kockázatvállalási hajlandóság időleges mérséklődésének tulajdonítható. Bár a leértékelődések mértéke ez utóbbi esetekben 1 százalék alatt maradt, a leértékelődési epizódok arra utalnak, hogy a kedvező külső környezet esetleges megváltozása az árfolyam gyengülését eredményezheti.

## I-7. ábra

A forint árfolyama és a Reuters elemzői árfolyam-várakozások elmozdulása



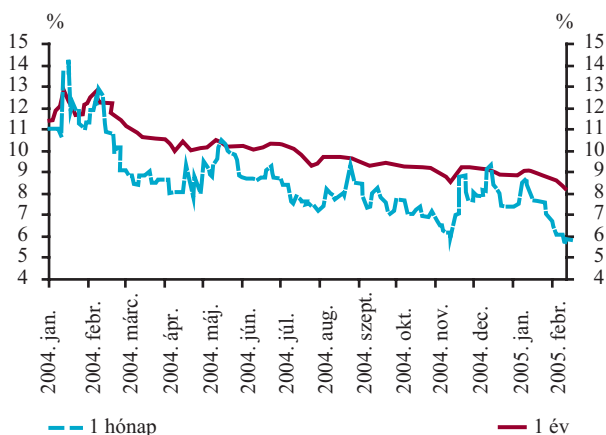
Az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásokról, és az azt övező bizonytalanságról a makroelemzői felmérések és a forintra szóló derivatív termékek áraiból képzett mutatók alaku-

lása nyújt információt. A Reuters januári felmérése alapján a 2005 végére várt árfolyam érdemben nem változott az elmúlt hónapokhoz viszonyítva, annak ellenére sem, hogy a 2004 év végi árfolyam valamelyest erősebb volt a korábbi hónapok várakozásainál. Az elemzők januárban 2005 végére átlagosan 254 forint körüli árfolyamot várnak, azaz az év végéig néhány százalékos leértékelődésre számítanak, 2006-ig azonban a várakozások átlaga alapján az árfolyam nagyjából stabil marad. A külföldi elemzőket nagyobb számban tartalmazó Consensus Economics felméréséből 2005 végéig a Reutersnél valamelyest nagyobb leértékelődés rajzolódik ki – az elemzői átlag januárban 257 forint – 2006 decemberére azonban kissé erősebb, közel 254 forintos árfolyamszintet várnak. A Consensus Economics felmérésében az elemzők első ízben adtak választ az árfolyam valószínűség-eloszlását firtató kérdésre is. Ennek alapján az elemzők kicsi, de nem elhanyagolható – átlagosan 17 százalékos – valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy az árfolyam 265 forintnál leértékeltebb lesz 2005 végéig.

A Reuters januári felmérésének válaszaiból kirajzolódó eloszlás változása alapján a várakozások bizonytalansága nem nőtt októberhez viszonyítva. Az árfolyam-bizonytalanság opcióárak alapján

## I-8. ábra

Euró/forint implikált volatilitások



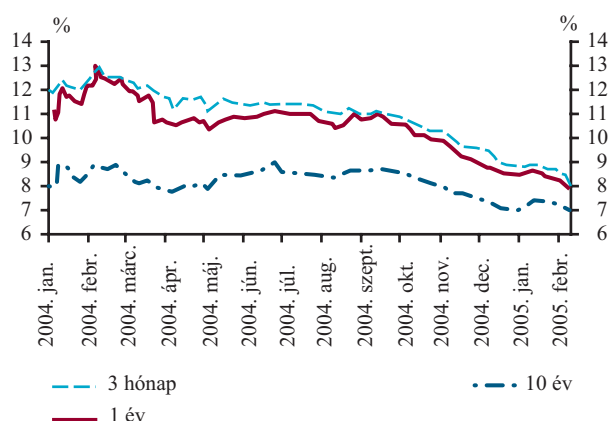
számolt mutatói, az implikált volatilitások a rövid távú bizonytalanság jelentős ingadozását mutatják a november óta eltelt időszakban. A novemberben megugró egy hónapos implikált volatilitás január közepétől – feltehetően az erős és stabil árfolyam nyomán – jelentősen csökkent, január végétől már a hosszabb lejáratú mutatók is a bizonytalanság mérséklődését mutatják.

## I. 3. Hozamok

A november óta eltelt időszak első felében minden lejáraton folytatódott a szeptemberben megkezdődött állampapír-piaci hozamcsökkenés. December közepétől a csökkenés megállt, és a hozamok stagnáltak, illetve a hosszabb lejáratokon enyhe emelkedést mutattak, míg január közepétől ismét csökkenés volt megfigyelhető. Január végén a referenciahozamok összességében mintegy 50–150 bázisponttal voltak alacsonyabbak november közepi szintjüknél.

### I-9. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok

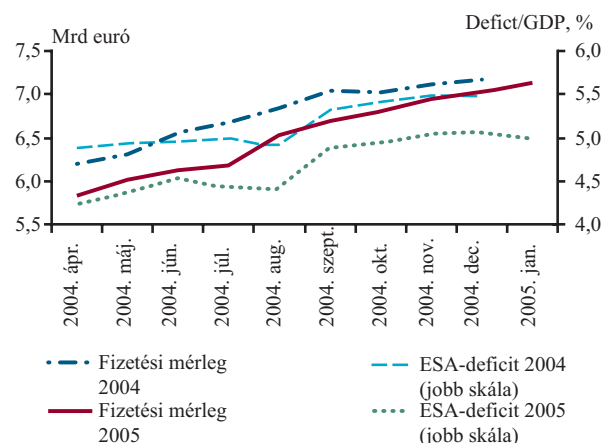


A forint hozamok alakulását befolyásolják a nemzetközi pénzpiaci folyamatok, amelyek a kisebb megingások ellenére továbbra is igen kedvezően alakultak. Emellett a hozamok alakulására a befektetők kockázati megítélésének változása is hatással van. A Reuters januári elemzői felmérése, valamint a befektetési bankok elemzései azonban azt mutatják, hogy Magyarországon a befektetők kockázatérzékelése szempontjából kulcsfontosságú egyensúlyi folyamatok piaci megítélésében nem következett be lényeges javulás. Ez, valamint a külföldiek forint melletti pozícióinak és rövid lejáratú állampapír-állományának ős óta tapasztalt csökkenése alapján valószínűsíthető, hogy a kül-

földi befektetők kockázatérzékelése nem javult rövid távon.

### I-10. ábra

A folyó fizetési mérlegre és az államháztartási hiányra vonatkozó piaci várakozások historikus alakulása



A rövid hozamok csökkenése mögött így vélhetően nem a javuló kockázati megítélés, hanem egyéb tényezők állhattak. A csökkenést okozhatta egyrészt a hozamgörbe inverzitása, ami az idő előrehaladtával önmagában is csökkenő rövid hozamokat eredményez. Emellett szerepet játszhattak a jegybanki kamatok gyorsabb csökkenésére vonatkozó várakozások, amelyet a hazai inflációs folyamatok kedvező irányú változása, valamint a továbbra is erős szinten stabil forintárfolyam magyarázhat.

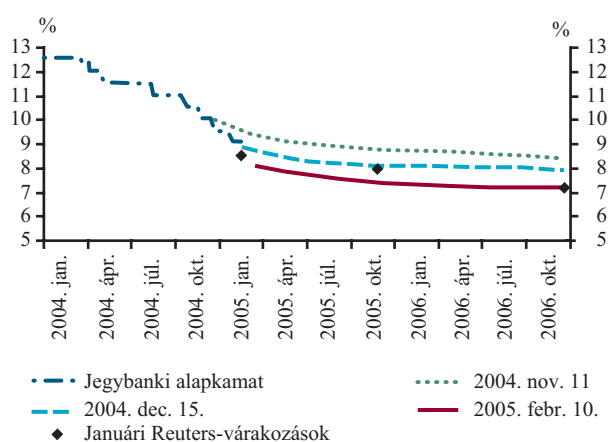
A Monetáris Tanács a novemberi, decemberi és januári kamatmeghatározó ülésein 50-50 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot. Az aznapi hozamalakulások alapján a lépések a piaci várakozásokkal összhangban álltak, érdemi hatással nem voltak a piaci hozamokra. November elejétől december közepére az irányadó kamat várt pályája mintegy 50 bázisponttal lejjebb tolódott, majd egy rövid stagnáló időszakot követően február közepére további 50-100 bázisponttal ke-



rült alacsonyabb szintre. Február közepén a hozamgörbe alapján az év végéig további 170 bázispontos alapkamat-csökkentés rajzolódott ki. A januárban publikált Reuters elemzői felmérése még csak 100 bázispontos várt csökkentést mutatott év végéig, összhangban az akkori hozamgörbével.

### I-11. ábra

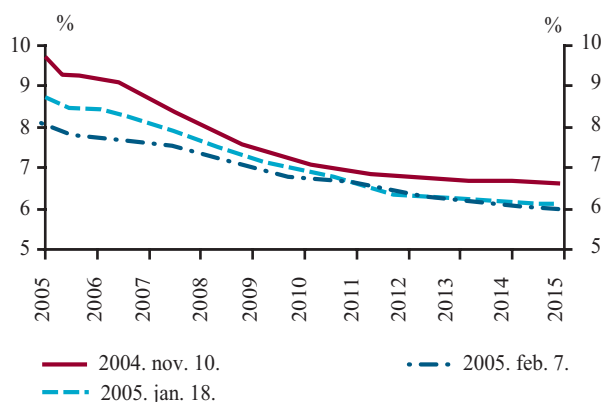
A jegybanki alapkamat forwardhozamgörbe alapján várt pályája



A hosszabb lejáratú hozamok alakulását a rövid lejáratoktól eltérő folyamatok jellemezték. A hosszú lejáratú referenciahozamok november óta bekövetkezett csökkenése mögött egyrészt a rövid hozamok csökkenése állt. A származtatott forwardhozamgörbe, amely a rövid hozamok hatásának kiszűrésével a jövőbeli forint hozam-várakozásokról ad képet, közel párhuzamosan tolódott lefelé novemberről decemberre, a hosszú horizonton is jelentős hozamcsökkenést mutatva. A rövid horizonton februárig még további csökkenés volt megfigyelhető. Mivel azonban a forint hozamokra jelentős hatással vannak az euró hozamok, a hazai folyamatokról pontosabb képet ad, ha ezek hatását kiszűrjük. A származtatott forwardhozam-különbségek görbéi azt mutatják, hogy a hozamcsökkenéshez a hazai

### I-12. ábra

Származtatott forwardhozamok különböző időpontokra

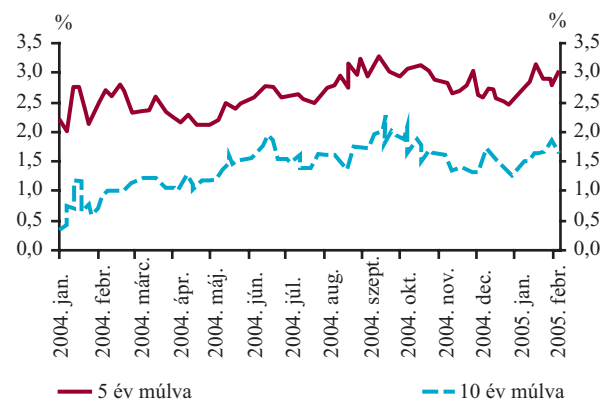


folyamatok csak mintegy hároméves lejáratig járultak hozzá, hosszabb horizontokon csak az euró hozamok csökkenése jelent meg.

Az 5 és 10 év múlva kezdődő forwardkülönbségek stagnálása azt jelzi, hogy a magyar gazdaság hosszabb távú kilátásaival kapcsolatos bizonytalanságok nem csökkentek. Mivel a hosszú forwardkülönbségek jelzik a piacok várakozását az ország euróövezet-csatlakozásáról is, ezek magas szintje arra utal, hogy a konvergenciapálya megítélése továbbra is rendkívül kedvezőtlen. Az euróövezetre vonatkozó várakozások stagnálását mutatja a Reuters felmérése is.

### I-13. ábra

3 hónapos származtatott forwardkülönbségek



## I. 4. Monetáris kondíciók

A monetáris politika reálgazdaságra gyakorolt hatása döntően a reálárfolyamon és a reálkamaton keresztül érvényesül. Magyarországon a külkereskedelem meghatározó súlya miatt az árfolyamcsatorna szerepe a fontosabb. A következőkben röviden bemutatjuk, hogy a közelmúltban hogyan alakult e két változó, és a piaci szereplők mit gondolnak jövőbeli alakulásukról. A piaci várakozásokat a Reuters felméréseiből vettük át (utolsó a 2005. januári volt), ami bár nem tekinthető a gazdasági szereplők összességét reprezentáló mintának, a tendenciákat illetően vélhetően jó közelítés.

### Reálárfolyam

A fogyasztóiár-indexszel számított reál-effektív árfolyam augusztus és december között – folytatva az év elején kezdődött tendenciát – körülbelül 3 százalékkal felértékelődött. A reálfelértékelődés –

az év első részéhez hasonlóan – a nominál-effektív árfolyam felértékelődésének tulajdonítható, amelyben a forint euróhoz viszonyított erősödése mellett a dollár euróhoz viszonyított gyengülése is szerepet játszott.

2006 végéig azonban a piaci elemzők nominális árfolyamra vonatkozó és inflációs várakozásai alapján számított reálárfolyam-pálya már nem mutat további reálfelértékelődést. 2006 végéig a nominális árfolyam várt leértékelődésének mértéke valamelyest meghaladja a várt inflációs különbséget, ami enyhe reálleértékelődést jelent. A reálárfolyam várt trendje így kismértékben alatta marad a magyar gazdaságra jellemző egyensúlyi reálfelértékelődési ütemnek.

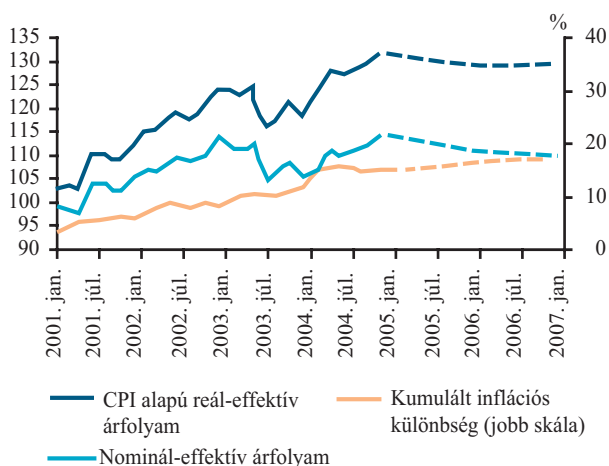
### Reálkamat

A gazdasági döntések szempontjából releváns, egy évre előretekintő reálkamat, ellentétben a kismértékben felértékelődő reálárfolyammal, meredeken esett az elmúlt hónapokban. Jelenlegi 4 százalékos szintje már historikusan sem tekinthető kiemelkedően magasnak. Az előretekintő reálkamat csökkenése mögött elsősorban az egyéves hozamok esése áll, míg a Reuters-felmérésekből számított inflációs várakozások csak kismértékben csökkentek. A januári elemzői várakozásokból az olvasható ki, hogy az előretekintő reálkamat enyhén mérséklődhet az idei év végére, mivel az elemzők az inflációban kisebb csökkenést prognosztizálnak, mint a hozamokban.

Az egyidejű reálkamat nem mérséklődött ilyen mértékben, mivel az elmúlt hónapokban jelentősen csökkent a fogyasztói infláció. Ezért a két reálkamat-mutató közeledett egymáshoz. A különbség, amelyet elsősorban a tavalyi indirektadó-

### I-14. ábra

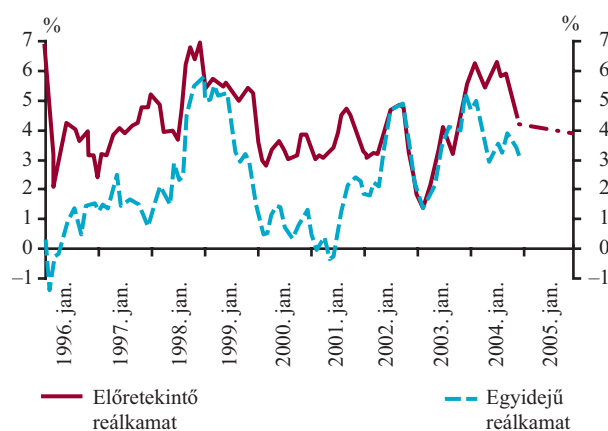
Monetáris kondíciók: fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam és komponensei



Reál-effektív árfolyam, 2000 átlaga = 100 százalék. A magasabb érték felértékelődést jelent. A 2006 végére vonatkozó várakozást a Reuters januári inflációs és árfolyamkonszenzusával számítottuk, feltételezve, hogy a kereskedelmi partnerek inflációja nem változik az elmúlt egy év átlagához képest, valamint hogy az effektív árfolyamra vonatkozó felértékelődési várakozások megegyeznek a forint-euróval.

**I-15. ábra**

**Monetáris kondíciók: reálkamat\***



\*Egyéves állampapírhozamok havi átlaga deflálva az aktuális 12 havi inflációval, valamint a Reuters egy évre előre előretekintő inflációs konszenzusával (év végekre, és az átlagos inflációkra vonatkozó várakozásból interpolációval számított érték). A 2006. decemberére vonatkozó várakozást a Reuters 1 éves hozamra vonatkozó és inflációs konszenzusát felhasználva számítottuk.

emelések tényinflációra gyakorolt hatása okozott, vélhetően tovább fog csökkenni, mivel az elkövetkező hónapokban az aktuális inflációs számok jobban csökkenhetnek, mint a jövő évre vonatkozó inflációs várakozások.



## II. Az infláció és meghatározó tényezői





## II. 1. Konjunktúra<sup>2</sup>

A tavalyi év első felében tapasztalt erős növekedést követően a második félévben a belföldi konjunktúra megítélése valamelyest bizonytalanabbá vált. Míg a beruházások dinamikusak voltak, a termelési folyamatokból és az exportból lassulás rajzolódott ki. A negyedik negyedév adatai összességében ismét az első félévben tapasztalt erővel folytatódó konjunktúrára utalnak, bár a decemberi adatok értékelése e tekintetben bizonytalan. Az egymással olykor ellentmondásban lévő adatok ellenére összességében úgy tűnik, a fellendülés tovább folytatódott.

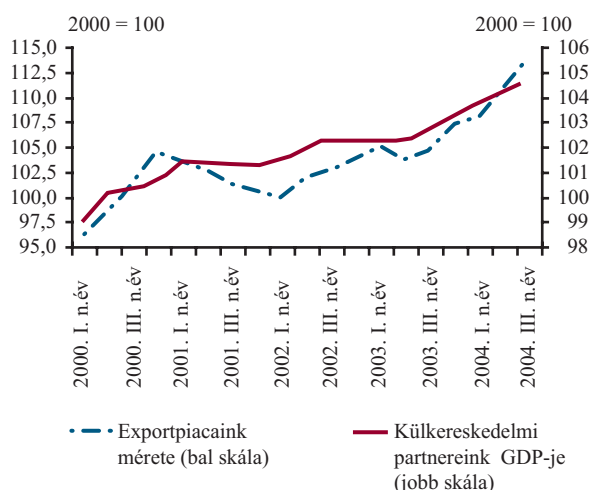
### II. 1. 1. Külső kereslet

Az európai konjunktúrát jellemző fontosabb folyamatok 2004 harmadik negyedévében jelentősen megváltoztak az év első feléhez képest, egészében pedig a gazdasági fellendülés ütemének mérséklődése irányába hatottak. Bár az euróövezet beruházásai – hosszú stagnálás után – a harmadik negyedévben végre dinamizálódni látszottak, ezekhez olyan magas import társult, amely a nettó export jelentős romlását idézte elő. Ezen keresztül pedig – az ugyancsak jelentős készletnövekedés ellenére – a gazdasági növekedés üteme Európában számottevően lassult. Fő külkereskedelmi partnereink GDP-bővülése a második negyedévi 2,2 százalékos évesített növekedési ütemről a harmadik negyedévre 1,3 százalékra lassult. Ugyanakkor az euróövezet magas importja miatt exportpiacaink mérete (tizenöt legnagyobb külkereskedelmi partnerünk súlyozott importvolumene) évesítve 12,2 százalékkal bővült a harmadik ne-

gyedévben, ami a felfelé revideált második negyedévi 10,7 százalékos növekedéssel együtt a külső kereslet olyan erőteljes bővülését jelenti, melyre utoljára négy évvel korábban volt példa. Ezt azonban egyelőre fenntartással kell kezelni, az importadatok ugyanis erős revízióknak vannak kitéve, így elképzelhető, hogy a negyedik negyedévi adatokkal kiegészülve a folyamat valamivel mérsékeltebb növekedésről tanúskodik majd.

### II-1. ábra

Exportpiacaink méretének\* és fő külkereskedelmi partnereink GDP-jének alakulása



\* Fontosabb külkereskedelmi partnereink importvolumene, a magyar export országsszerkezete szerint súlyozva.

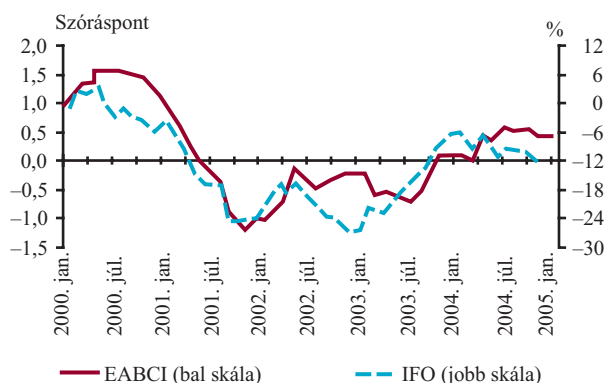
A harmadik negyedévi tényadatok figyelembevételével mindenesetre 2004 egészében külkereskedelmi partnereink GDP-bővülése a novemberben vártnál valamivel alacsonyabb, exportpiacunk méretének növekedése azonban magasabb lehetett. A rövid távú kilátások mérsékeltebb ütemben folytatódó konjunktúrát valószínűsítene. Erről tanúskodik az új rendelkezések visszaesése, valamint az üzletiklíma-indexek stagnáló jellege, amelynek a

<sup>2</sup> Elemzésünket a február 15-ig beérkezett információk alapján készítettük.

német feldolgozóipari konjunktúrát leíró IFO-index decemberi, némileg váratlan növekedése még nem mond ellent.

## II-2. ábra

Az euróövezet (EABCI) és a német IFO üzletklíma-indexe



## II. 1. 2. Termelés

A belföldi gazdasági konjunktúra harmadik negyedévi lefékeződése legnyilvánvalóbban a termelési folyamatokban mutatkozik meg. Legfontosabb komponensei közül a feldolgozóipari hozzáadott értékben már a második negyedévi növekedés is viszonylag mérsékelt volt, a harmadik negyedévi – évesítve is mindössze 0,7 százalékos – bővülés azonban a belföldi vállalati konjunktúra 2003 eleji felgyorsulása óta a legalacsonyabb adat. A piaci szolgáltatásokban a hozzáadott érték harmadik negyedévi bővülése valamelyest kisebb ugyan az előző negyedévinél (évesítve 3,1 százalékos), mértékében azonban jobban megfelel a konjunktúráról kirajzolódó képünknek.

A teljes képhez azonban hozzátartozik, hogy a GDP 2003. évi adatainak felülvizsgálata során a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) a termelési idősorokat jelentősen revideálta, aminek következtében a feldolgozóipar kibocsátásának szintje a korábban ismertnél magasabb, ám az utóbbi időszakban lassabban nő. A piaci szolgáltatásoknál ugyanakkor a revízió után alacsonyabb szintű, de

nagyjából a korábban ismertnek megfelelő dinamikájú kibocsátás látható.

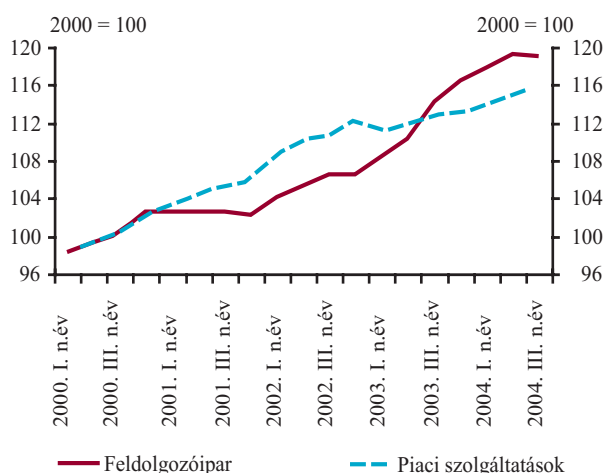
A revíziónak kevésbé kitett bruttó termelési idősorokból (mindenekelőtt az ipari termelésből) a harmadik negyedévi lefékeződés egyértelműen visszaigazolódik, azonban a már rendelkezésre álló negyedik negyedévi adatok alapján újbóli élénkülés figyelhető meg. Ennek mértékét elbizonytalanítja, hogy az év végén a meghatározó multinacionális vállalati körben a korábban szokásosnak mondhatónál hosszabb üzemleállások voltak a decemberi időszakban, ugyanakkor néhány cég esetében ez valószínűleg megemelkedett októberi és novemberi aktivitással járt együtt. Egészében véve, ha bizonytalan mértékben is, de a negyedik negyedévben élénkült a feldolgozóipari kibocsátás.

A piaci szolgáltatások esetében nem rendelkezünk a negyedik negyedévi folyamatokra utaló megbízható indikátorokkal. A szektorban keletkező hozzáadott érték 2003. évi adatrevíziója miatt a novemberben vártnál – még a nagyjából változatlan dinamika mellett is – valószínűleg alacsonyabb bővülés valósulhatott meg 2004-ben.

Az alacsony harmadik negyedévi bővülése miatt a feldolgozóipar lényegében alig járult hozzá a

## II-3. ábra

A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értékének alakulása





nemzetgazdasági kibocsátás növekedéséhez, így abban a termelési idősorok kisebb súlyú komponensei is szerephez jutottak. Ezek közül feltétlenül említésre szorul a mezőgazdasági hozzáadott érték 2004. évi kiugró növekedése, amelyet a harmadik negyedévi GDP-adatok nyilvánosságra hozásakor visszamenőleg is nagymértékben revideáltak. A KSH szezonálisan igazított idősora alapján az első negyedévben például az évesített negyedéves növekedés mértéke 143 százalék (!) volt, majd egy mérsékeltebb második negyedévi bővülés után a harmadik negyedévi növekedés ismét magas lett, évesítve 26,5 százalék.

Az építőipari hozzáadott érték növekedése 2004-ben a negyedéves ingadozások kisimításával inkább lassuló trendet követ. Ebben már valószínűleg az új lakások iránti kereslet beszűkülése tükröződik. A harmadik negyedévi növekedés évesítve még 6 százalék körüli, de ezt is már csak a szektor lassú kínálati alkalmazkodása tartotta fenn.

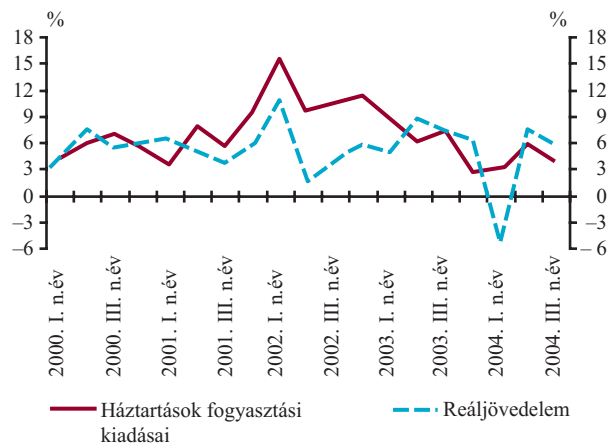
### II. 1. 3. Lakossági fogyasztás, beruházás és megtakarítás

A lakosság fogyasztási kiadásai a harmadik negyedévben évesítve 3,8 százalékkal bővültek, tehát a háztartások, a 2001–2003 időszak magas fogyasztási dinamikája után, visszafogottabb ütemben költek. Azonban ez az alacsonyabb ütemű növekedés is meghaladja a novemberben vártat, amikor főleg a háztartások bérjellegű jövedelmeinek lassuló bővülése, valamint a pénzügyi megtakarítások növekedése miatt úgy véltük, hogy a lakossági fogyasztás még erőteljesebben mérséklődhet. A lakosság fogyasztási hajlandósága az elmúlt időszakban historikusan és nemzetközi összehasonlításban is magasnak nevezhető szinten stabilizálódott.

A magasabb lakossági fogyasztás mögött alapvetően a likviditási korlátok enyhülését sejtjük. Erre utalhat az is, hogy a lakossági megtakarítások adatait a második negyedévi pénzügyi számlákban lefelé revideálták, miután a pénzügyi lízing keretében finanszírozott lakossági vásárlások a korábban becsültnél lényegesen magasabbnak bizonyultak. Emellett, amint novemberben is utaltunk rá, a lakosság egyéb (főként értékpapírokból valamint ingatlanok bérbeadásából származó) jövedelmeiben is számottevő növekedés következhetett be.

### II-4. ábra

A lakosság fogyasztási kiadásainak és reáljövedelmének\* az alakulása (évesített negyedéves növekedési ütem)



\* A háztartások bérjellegű és egyéb jövedelmei a fogyasztási kiadások árindexével deflálva.

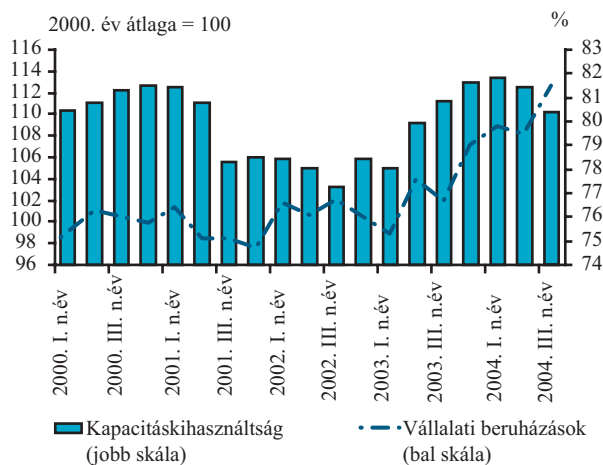
A lakossági beruházásokkal kapcsolatban a kiskereskedelmi statisztika lakásfelszerelési cikkek szegmensében tapasztalható élénk forgalom miatt azt sejtjük, hogy a bővülés, ahogy azt novemberben is vártuk, még magas maradhatott a harmadik és valószínűleg a negyedik negyedévben is. A kiskereskedelmi statisztika egyéb soraiban azonban az októberi és novemberi adatok alapján a negyedik negyedévben már gyengébb lakossági fogyasztás realizálódhatott (különösen igaz ez a kiskereskedelmi forgalom nagyjából 20 százalékát kitevő új gépjármű-értékesítések esetében).

## II. 1. 4. Vállalati beruházások és készletalakulás

Amint azt feltételezni lehetett, a vállalati beruházások 2004 második negyedévi visszaesése átmenetinek bizonyult. A harmadik negyedévben folytatódott a növekedés, mégpedig olyan erős dinamikával, ami az egyéb folyamatokból (mindenekelőtt termelés) kirajzolódó konjunkturális lassuláshoz képest mindenképpen váratlanul minősíthető. A vállalati beruházások ugyan egyértelműen növekvő trendet követnek a konjunktúra 2003-as kibontakozása óta, de meglehetősen nagy volatilitással.

### II-5. ábra

A vállalati beruházások és a kapacitáskihasználtság alakulása\*



\* Vállalati beruházások: MNB-becsítés, 2000. évi áron, szezonálisan kiigazított és kiegyensúlyozott idősor. Kapacitáskihasználtság: a Kopint-Datorg konjunktúrafelméréséből, az MNB által szezonálisan igazítva.

Alacsonyabb negyedik negyedévi bővülésre utal a negyedik negyedévi konjunktúrafelmérésekből a kapacitáskihasználtság alakulása, mely a szezonális ingadozásoktól megtisztítva lényegében már egy éve nem nőtt tovább, sőt inkább csökkent. Vagyis a kapacitások jövőbeni szűkössége nem tűnik fenyegetőnek. Azonban, még ha a növekedés a harmadik negyedévinél lényegesen alacsonyabb ütem szerint folytatódott is a negyedik negyedévben, 2004 átlagában a vállalati beruházá-

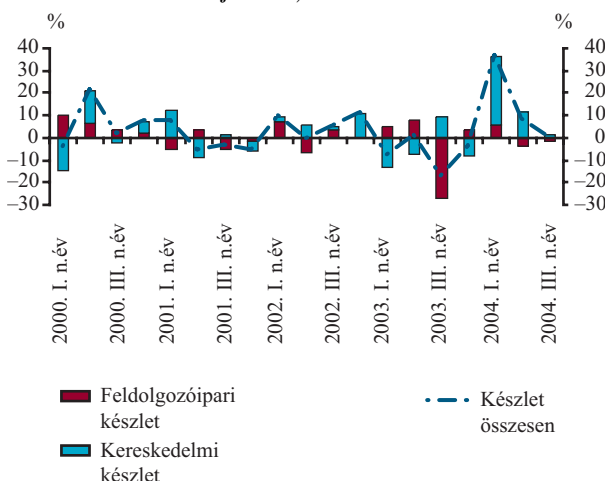
sok bővülése így is a korábbi éveket jelentősen meghaladó lehetett.

A készletállomány alakulásában csillapodni látszik az év első felében tapasztalható folyamat, amikor a lakossági fogyasztás már korábban várható lassulása ellenére a kereskedelmi készletek erősen nőttek, míg a feldolgozóipari készletek csökkentek. A harmadik negyedévben lényegesen alacsonyabb kereskedelmikészlet-növekedés és mérsékelt feldolgozóiparikészlet-csökkenés mellett a nemzetgazdasági készletek szintje lényegében nem változott.

### II-6. ábra

A negyedév végi változatlan áras készletállományok alakulása

(évesített negyedéves növekedés és növekedési hozzájárulás)



## II. 1. 5. Külkereskedelem

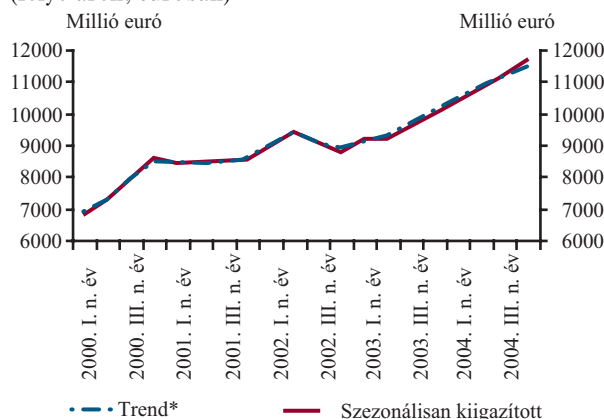
A nemzeti számlák szerinti harmadik negyedévi adatokból az export bővülési ütemének erőteljes fékeződése tűnik ki (az évesített negyedéves bővülés a második negyedévi 13,8 százalékot követően 4,6 százalékra csökkent), az importban pedig egyenesen visszaesés látszik (a második negyedévi 25,3 százalékos bővülést követően 9,3 százalékkal csökkent az import volumene). Elszámolásmódszertani okokból azonban a külkereskedelmi adatok vonatkozásában elsősorban nem a nemze-

ti számlák szerinti idősorok hordozzák a konjunkturális információt.<sup>3</sup>

A külkereskedelmi adatok mögött megbújó tartós tendenciát az áruforgalomra vonatkozó, eredeti formájukban havi gyakoriságú külkereskedelmi idősorok trendbecslésével próbáljuk megragadni. A KSH által publikált eredeti idősorok ugyanis mind módszertani váltás, mind a 2004. évet jellemző egyszeri hatások miatt meglehetősen zajosak, így tartós tendenciájuk csak az azonosított egyedi tényezők kiszűrésével rajzolódik ki. Különösen igaz ez az áruimport vonatkozásában, ahol az EU-belépéssel kapcsolatos hatások (előrehozott vásárlások, illetve a közvámraktárakból a csatlakozással egyidejűleg szabad forgalomba kerülő EU-eredetű termékek) jelentős torzításokat vittek az idősor „természetes” dinamikájába. A trendbecslés alapján – az áruexport növekedésében az ipari termelésben és értékesítésben mutatkozó lassulással összhangban – továbbra is mérséklődő dinamikát látunk a harmadik negyedévben. Az importban viszont a nemzeti számlákból kirajzolódó folyamattal ellentétben nem tapasztalunk visszaesést, sőt a harmadik negyedévben ugyan lassuló, de még egyértelmű bővülést látunk, ami – főként a beruházások bővülésének kö-

## II-7. ábra

**Az áruexport alakulása**  
(folyó áron, euróban)

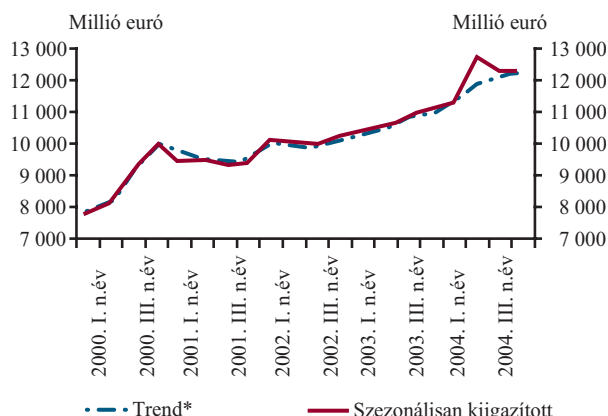


\* Átmeneti hatásoktól is megtisztított idősor.

szönhetően – a vártnál erősebb belföldi felhasználás eredménye lehetett.

## II-8. ábra

**Az áruimport alakulása**  
(folyó áron, euróban)



\* A szezonálisan igazított adatsor az eredeti KSH-adat igazítása. A „trend” adatsoron az előrehozott importvásárlások és a közvámraktárhata-  
tás miatti korrekciókat is elvégeztük. Az előbbi korrekciónál a március-áprilisi  
importnövekményből 350 millió eurót kivettünk, és azt szétosztva má-  
justól az év hátralevő részére visszatettük. Az utóbbi korrekciónál a má-  
jus-novemberi időszakon a KSH legfrissebb információi alapján (c.i.f. pa-  
ritáson) összességében 855 millió euróval csökkentettük az import értékét.  
A közvámraktár-korrekció értéke véglegesen kikerül az adatsorból.

A negyedik negyedévi (részben még előzetes jellegű) külkereskedelmi adatok az áruexport újbóli felgyorsulását mutatják, megfelelően az ipar export-értékesítésben mutatkozó negyedik negyedévi élénkülésének. Az import bővülési üteme azonban tovább lassult a negyedik negyedévben, így a külkereskedelmi mérleg hiánya alacsonyabb lett 2004-ben, mint azt novemberben vártuk.

## II. 1. 6. Versenyképesség

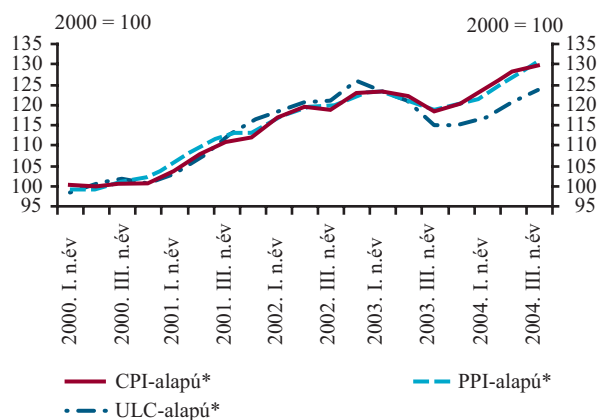
A versenyképességet ár- és költségalapon mérő reál-effektív árfolyamindexek a harmadik negyedévben további reálfelértékelődést mutatnak. A termelői ár alapú (PPI) és a feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú (ULC) indexek esetében a növekedést nagyjából fele részben magyarázza a forint nominálisárfolyam-erősödése, fele részben

<sup>3</sup> Ennek az az oka, hogy a KSH a GDP szerinti külkereskedelmi adatokat egyelőre nem korrigálja az EU-belépéssel kapcsolatos egyszeri tételek hatásával, míg az áruforgalom esetében ezek az információk rendelkezésre állnak.

pedig a külföldinél magasabb ütemben növekvő termelői árak, illetve fajlagos munkaköltségek. A fogyasztói ár alapú (CPI) index esetében, amelynél a felértékelődés mértéke némileg kisebb a másikkal kettő idősorhoz képest, szinte csak a forint nominális erősödése tükröződik, ugyanis a fogyasztói árak szintje a harmadik negyedévben a külföldi fogyasztói árakét csak alig meghaladó mértékben nőtt.

## II-9. ábra

A reál-effektív árfolyamindexek alakulása



CPI: fogyasztóiár-index; PPI: termelőiár-index; ULC: feldolgozóipari fajlagos munkaköltségindex. A reálértékelődést magasabb értékek mutatják.

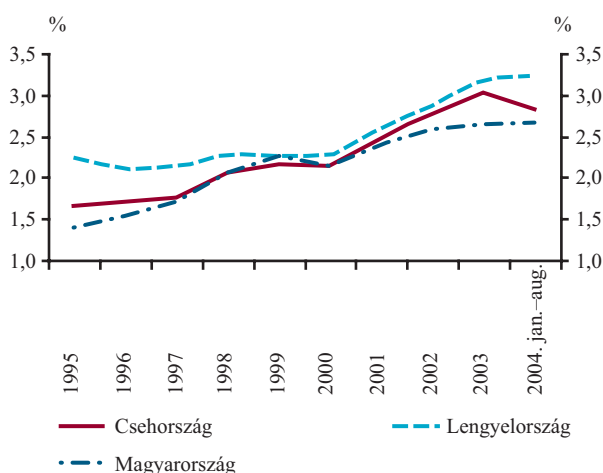
A versenyképesség csupán ár- és költségala-  
pon való mérése egyoldalú lehet olyan gazda-  
ságok esetében, ahol a főként belföldre, illetve  
a főként külföldre értékesítő vállalat(csoport)ok  
viszonylag elkülönülnek egymástól, s így más  
árakra és költségekre reagálnak elsődlegesen.  
A magyar feldolgozóiparban például számos  
multinacionális cég működik, amely a termelés-  
hez szükséges inputokat jórészt külföldön szer-  
zi be, s csaknem kizárólag külföldre értékesít.  
Az ilyen cégek költségszerkezetében a hazai  
árak és költségek alakulása csak csekély sze-  
reppel bír. Emellett az exportáló cégek más  
módszerekkel, például a profitmarzs mérséklé-  
sével is enyhíthetik versenyképességük romlá-  
sát, s ezáltal meg tudják tartani külföldi vevőit.  
Ezért egy gazdaság versenyképességéről a

fő felvevőpiacain való részesedésének alakulá-  
sa is fontos adalékul szolgál.

A korábbi EU-15 országcsoport által alkotott  
piacon (ahová exportunk több mint 70 száza-  
léka irányul) 2004 első nyolc hónapjában a  
2001–2002 óta megfigyelhető viszonylag ala-  
acsony, de stabil ütemben növeltük piaci része-  
sedésünket, vagyis a reálértékelődés elle-  
nére piacvesztésre nem került sor. Érdekes vi-  
szont, hogy a részesedését még 2003-ban is  
dinamikus növelő lengyel gazdaság térnye-  
rése az EU-15 piacán jelentősen lassult, míg  
Csehorszáé egyenesen csökkent az augusz-  
tusig rendelkezésre álló adatok alapján.

## II-10. ábra

Piaci részesedés az EU-15 országcsoportban\*



\* Részesedés az EU-15 országainak az EU-15-ön kívülről származó teljes importjából. Áruforgalomra vonatkozó, folyó áras idősorokból számolt adatok.

## II. 1. 7. Gazdasági növekedés

Az első három negyedévben a bruttó hazai termék  
4,1 százalékkal nőtt. Termelési oldalról a bővülést  
főként az ebben az időszakban lendületes feldol-  
gozóipar alakította, a piaci szolgáltatások növeke-  
dési hozzájárulása a 2003. évi adatrevíziót követő-  
en alacsonyabb volt. Kis súlya ellenére a gazda-  
sági növekedésből csaknem 1 százalékpont a me-  
zőgazdaság hozzájárulása, amely 30 százalékot

is meghaladó ütemben nőtt 2004 első három negyedében.

Felhasználási oldalról a beruházások hozzájárulása a legjelentősebb a növekedéshez, bár magas súlya folytán még a viszonylag mérsékeltebben növekvő lakossági fogyasztás hozzájárulása is számottevő.

A nettó export hozzájárulása a nemzeti számlák szerint igen magas első félévi import miatt a növekedéshez enyhe mértékben ugyan, de negatív.<sup>4</sup>

A negyedik negyedében a korábban írtak alapján a fontosabb felhasználási oldali tételekben valószínűleg lassult a növekedés üteme. A termelési oldalon a feldolgozóipar ugyan élénkülhetett, de a szektor súlya a teljes nemzetgazdasági hozzáadott értékéből alig haladja meg a 20 százalékot, a

többi gazdasági ág hozzáadott értéke pedig mérsékeltebb ütemben bővül. Így egészében a harmadik negyedévinél is alacsonyabb bővülés realizálódhatott a GDP-ben 2004 utolsó negyedében, de az éves átlagos bővülés elérhette a 4 százalékot.

Regionális összevetésben az első három negyedév alapján a magyar gazdaság bővülése továbbra is meghaladja a cseh gazdaságét, de elmarad Lengyelországétól. Csehország gazdasági növekedését romló nettó exportja fékezte le (piaci részesedése is csökkent az EU-15 országcsoporthoz képest, amint a II.1. 6. pontban bemutatottuk), Lengyelország esetében továbbra is az erős belföldi felhasználás tartotta magasra a GDP-bővülést.

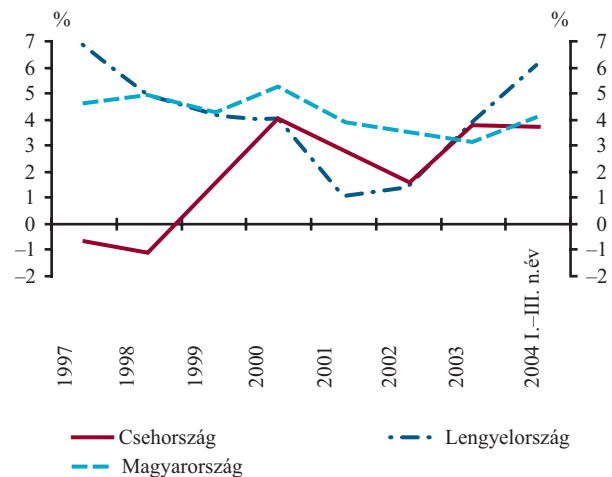
### II-11. ábra

**A bruttó hazai termék alakulása**  
(évesített negyedéves növekedési ütem)



### II-12. ábra

**A GDP növekedése a régióban**  
(éves növekedés)



<sup>4</sup> Mint azt a külkereskedelmi résznél említettük, az első félévi importszámok értékelését számos egyedi tényező is alakította, ami megnehezíti a tendencia értékelését. Fontos ugyanakkor megjegyeznünk, hogy a KSH nem korrigálta a GDP szerinti importszámokat a korábban említett közvámraktárak megszűnéséből származó hatással, így az erős importdinamika részben a számbavételi módszertan változását is mutatja.

## II. 2. Munkapiac

A tavalyi év végéről rendelkezésre álló információk birtokában úgy tűnik, hogy 2004 utolsó hónapjaiban tovább mérséklődött a munkapiac feszesége. Egyaránt a munkapiaci feltételek lazulására utal a munkaerő-felhasználás dinamikájának lassulása és a béremelkedés ütemének fékeződése.<sup>5</sup>

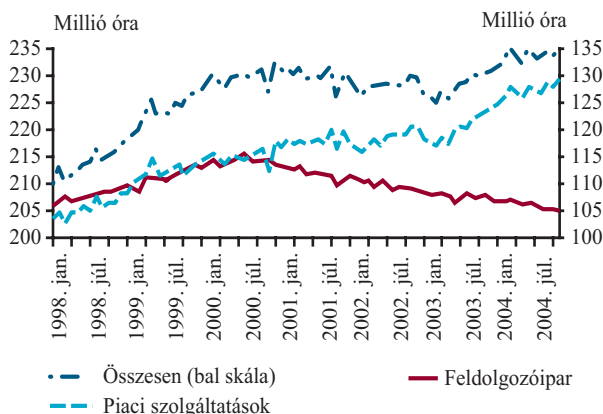
### II. 2. 1. Munkaerő-felhasználás

A rendelkezésre álló adatok alapján úgy tűnik, hogy a versenyszféra munkaerő-felhasználásának növekedési üteme 2004 végén lassulni kezdett. A munkaerő-felhasználás változását a ledolgozott munkaórák számára vonatkozó munkaóratömeg statisztikával követjük nyomon, amely összevontan méri a létszám és a munkaintenzitás (az átlagos munkaóraszám) változását. A legfrissebb adatok szerint a munkaerő-felhasználás korábbi dinamikájának lassulása mögött mind a létszám, mind a munkaintenzitás növekedésének lassulása áll.

A versenyszférában a ledolgozott munkaóratömeg 2003 közepén megindult dinamikus bővülése 2004 második felében megtört, és a ledolgozott munkaórák száma az elmúlt hónapokban nem emelkedett számottevően. A korábbi növekedési ütem lefékeződésében a piaci szolgáltatások, és ezen belül főként a belső kereslethez köthető ágazatok (kereskedelem és szálláshely, vendéglátás) munkaerő-felhasználásának visszafogott növekedése játszott szerepet. A feldolgozóiparban a ledolgozott munkaórák továbbra is egyenletesen csökkennek, ami a textilipar leépülése mellett annak az eredménye, hogy a gépiparban az elmúlt hónapokban a munkaerő-felhasználás stagnált.

II-13. ábra

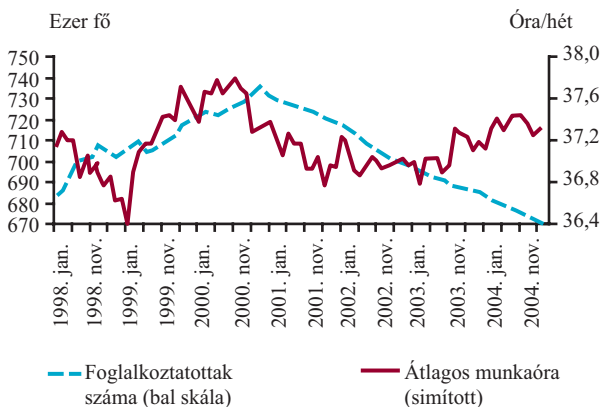
Munkaóratömeg



A feldolgozóipari munkaerő-felhasználás visszaesése mögött továbbra is a létszám munkaintenzitás emelkedését meghaladó csökkenése húzódik meg. 2004 végén folytatódott a létszám és az átlagos munkaórák számának ellentétes dinamikája, így közel másfél éve tart az átlagos munkaórák emelkedése a létszám csökkenése mellett. Bár az átlagos munkaórák növekedése – elsősorban a gépipari munkaórák stagnálásának eredményeként – az utóbbi időben megtorpanni látszik, a ter-

II-14. ábra

Fizikai átlagos munkaóra és létszám a feldolgozóiparban

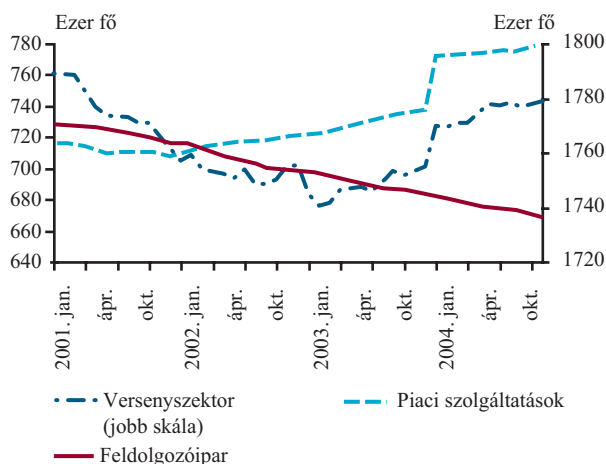


<sup>5</sup> Elemzésünk lezárása után tette közzé a KSH a 2004. decemberi adatokat. A 2004. decemberi bruttó béremelkedés a versenyszférában 9,4 százalékos, e körben a tavalyi átlag pedig 9,3 százalékos volt. Az új adatok megfeleltek a várakozásainknak.

melékenység folyamatos javulása és a dinamikus beruházási aktivitás erősíti azt a hipotézisünket, hogy az elmúlt időszakban emelkedett a tőkeintenzitás a feldolgozóipari termelésben.

## II-15. ábra

Teljes munkaidős létszám a versenyszférában



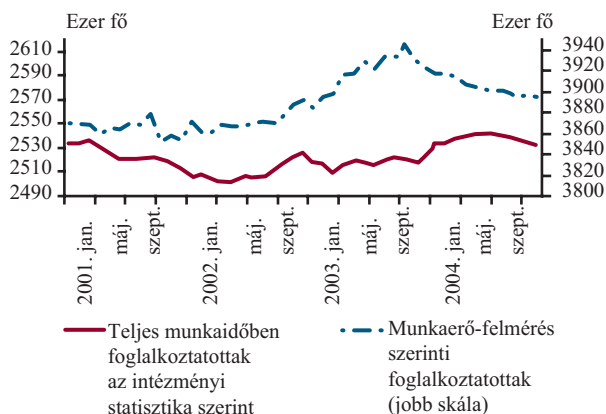
Összességében elmondható, hogy a versenyszféra létszáma még 2004 végére sem érte el a dekonjunkció előtti, 2000 végi szintet. Ez elsősorban a feldolgozóiparban végbement ágazati átrendeződéssel és az említett tőkeintenzitás-fokozódással magyarázható. A piaci szolgáltatások körében 2003 végétől jelentős létszámbővülés történt, ami az elmúlt hónapokban lassulni látszik, különösen a lakossági fogyasztáshoz kapcsolódó ágazatokban. Így a legnagyobb súlyú kereskedelemi ágazatban a januári megugrás után az év folyamán alig emelkedett a foglalkoztatottság<sup>6</sup>, és az ingatlanágazaton kívül, amely jelentős mértékben, 10 százalék fölött bővíti a létszámát, a többi ágazat is csak mérsékelt növekedést mutat.

A fenti tényezők eredményeként a versenyszféra év elején megfigyelt dinamikus foglalkoztatásnövekedése novemberre jelentősen lassult. Ezzel párhuzamosan az állami szektorban 2003 vége

óta közel 15 ezer munkahely szűnt meg, így a nemzetgazdasági létszám az év második felében már csökkent. A legfrissebb adatok szerint a nemzetgazdasági létszám csökkenése mind a Munkaerő Felmérés (MF), mind az intézményi statisztika alapján megfigyelhető. Az előző jelentésben leírt bizonytalanság, amikor is a kétféle statisztika eltérő trendet követett, tehát megszűnt.

## II-16. ábra

Nemzetgazdasági létszám az intézményi és a Munkaerő Felmérés (MF) statisztika szerint



## II. 2. 2. Munkaerő-tartalékok és szűkösség

A munkaerő-felhasználás lassuló dinamikája mellett a munkanélküliség elmúlt időszaki emelkedése szintén a munkapiaci szűk keresztmetszetek enyhülésére utalhat. A munkanélküliség emelkedése 2003 vége óta egyértelmű: ekkortól mind a regisztrált munkanélküliek számának emelkedésében, mind az MF szerinti munkanélküliség kategóriában jelentkezik.

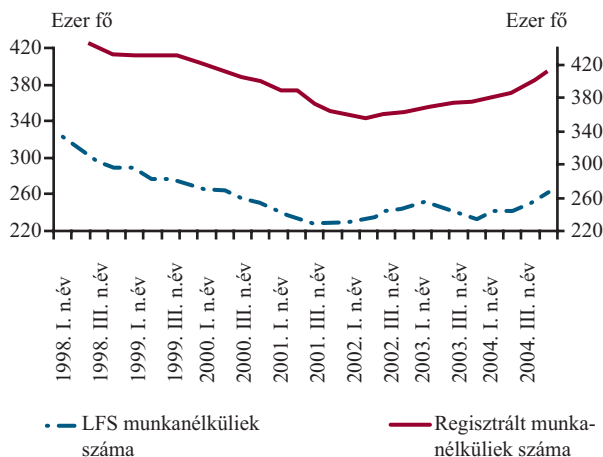
Amint azt a korábbi jelentéseinkben már jeleztük, nem biztos, hogy a munkaerő-felmérés munkanélküliség kategóriája jól ragadja meg a gazdaság rendelkezésére álló munkaerő-tartalékot. Ha az

<sup>6</sup> A kereskedelmi foglalkoztatottság 2004. januári megugrása olyan mértékű volt (közel 20 ezer fő), amire egyelőre nem találtunk közgazdasági magyarázatot. Másfelől, bár az intézményi statisztikában januárban történt módszertani változás, a KSH kizárta, hogy a létszámadatok megugrását ez okozta volna.



## II-17. ábra

Regisztrált és munkaerő-felmérés szerinti munkanélküliség

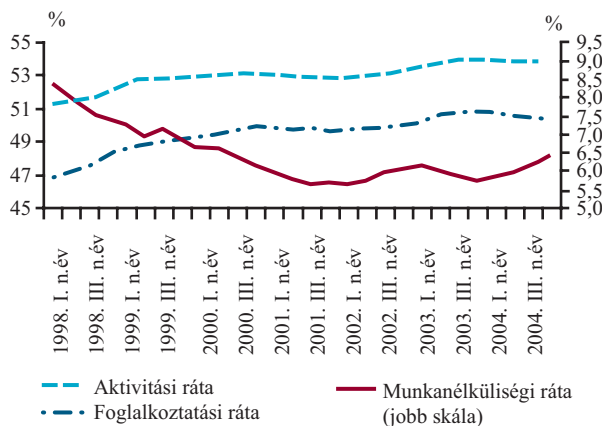


aktivitás, foglalkoztatottság és munkanélküliség idősoraira tekintünk, látható, hogy a foglalkoztatással erős korrelációban sokkal inkább az aktivitás, mint a munkanélküliség áll, ami arra utal, hogy a foglalkoztatásba való beáramlás forrását nem kizárólag a munkanélküliek, hanem az inaktívak egyes csoportjai adhatják, illetve, hogy az elbocsátottak egy része valószínűleg nem próbál meg aktív munkakeresőként állást találni, hanem hosszabb vagy rövidebb időre inaktívvá válik.<sup>7</sup> Ennek megfelelően úgy véljük, hogy a munkanélküliek számának változása önmagában nem mindig ad megfelelő képet a munkaerő-tartalékok alakulásáról, ehhez a munkanélküliség és (in)aktivitás együttes vizsgálata szükséges.

2004 egészét tekintve az aktivitási ráta nagyjából stagnált, míg a munkanélküliségi ráta emelkedéséhez alapvetően a foglalkoztatottság csökkenése járult hozzá. Ugyanakkor a munkanélküliség utol-

## II-18. ábra

Aktivitás, munkanélküliség\*



\* A KSH lakossági munkaerő-felmérése (MF) alapján, ILO-típusú mutatók: Aktivitási ráta: gazdaságilag aktívak (foglalkoztatottak+munkanélküliek) aránya a munkaképes korú (15–74) népességén belül. Foglalkoztatási ráta: foglalkoztatottak aránya a (15–74 éves) munkaképes népességén belül. Munkanélküliségi ráta: munkanélküliek aktív népességre vetített aránya.

só negyedévi növekedése az aktivitási ráta kissé emelkedésével járt együtt. Az aktivitás emelkedésének okára egyelőre nem tudunk magyarázatot adni. Hosszú távon az aktivitás fokozatos, lassú növekedését várjuk a munkapiacról a kilencvenes évek elején kiszorult inaktív réteg életkorának emelkedése nyomán, az aktivitás rövid távú ingadozásait azonban feltételezhetően a fent leírt munkapiaci státusok közötti áramlások határozzák meg, amelyekről egyelőre keveset tudunk.<sup>8</sup> A nemzetgazdasági szinten feltehetően enyhülő munkaerő-szűkösség ellenére, jellemzően a feldolgozóipar egyes ágazataiban, feltételezésünk szerint továbbra is tartós munkaerőhiány lehet jelen. Ezt alátámasztja a Foglalkoztatási Hivatal 2004. szeptemberi felvételen alapuló rövid távú munkapiaci prognózisa, amelyben – a fél évvel korábbi felvételhez hasonlóan – a megkérdezett cé-

<sup>7</sup> A jelenség nem hazai sajátosság, Nagy-Britanniában például az elmúlt években számos tanulmány született ebben a témakörben (pl. Schweitzer M. (2003) 'Ready, willing, and able? Measuring labour availability in the UK', BoE Working Paper no. 186, és Gregg P.-Wadsworth J. (1998) 'Unemployment and non-employment: unpacking economic inactivity', Employment Policy Institute Economic Report). Ugyanakkor az is evidenciának tűnik, hogy a foglalkoztatottság-inaktivitás közötti áramlások az átmeneti gazdaságokban magasabbak, mint a fejlett piacgazdaságokban. A téma hazai elemzését I. Galasi P. (2003) Munkanélküliségi indikátorok és az állásnélküliek munkapiac-kötődése, Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek, BWP 2003/2.

<sup>8</sup> A rendelkezésre álló információk birtokában sem a nyugdíjkorhatár emelésének, sem a sorkatonaság eltörlésének nem tudtuk az aktivitásra vett hatását kimutatni az elmúlt időszakra vonatkozóan. A nyugdíjkorhatár emeléséről szóló rendelkezés alapján elvileg a páros években kellene az öregségi nyugdíjat igénylők számának csökkennie, és így az aktivitásnak emelkednie. Azonban ezt a jelenséget az öregségi nyugdíjat igénylők számának időszaka nem támasztja alá, feltételezhetően az előnyugdíjazás magas aránya miatt. A sorkatonaság eltörlésének esetében a sorkatonák számának elhanyagolható nagyságrendje miatt nem mutatható ki inaktivitás-növekedés.



gek 14 százaléka panaszkodott munkaerőhiányra, ezen belül pedig a jelzések több mint fele a szakképzett fizikai dolgozókra vonatkozott. Feltételezésünk szerint a szakképzett munkaerőhiánya a feldolgozóipari bérinfláció csökkenésének lassúságában is szerepet játszhatott.

### II. 2. 3. Bérinfláció

Bár a havi bér adatok igen zajosnak tekinthetők, a tavalyi évről elmondható, hogy az év eleji – feltételezésünk szerint az indirektadó-emeléssel összefüggő – gyorsulás után a bérinfláció az év közepétől csökkent. Az adatok volatilitását jól jellemzi az év utolsó hónapjainak beralakulása: a KSH adatai szerint míg októberben a versenyszféra béremelkedésének éves üteme 7 százalék alá esett, novemberben ismét megközelítette a 10 százalékot.

A bérinfláció csökkenésében feltételezésünk szerint két tényező játszott szerepet: egyrészt a munkaerő-kereslet dinamikájának mérséklődése, másrészt az inflációs várakozások csökkenése. A kérdés az, hogy az idei év elején milyen ütemben folytatódik a bérinfláció mérséklődése, vajon történt-e tartós változás a béralkalmazkodásban,

vagy továbbra is a 2004 második felében jellemző, lassú bérinfláció-csökkenéssel számolhatunk.

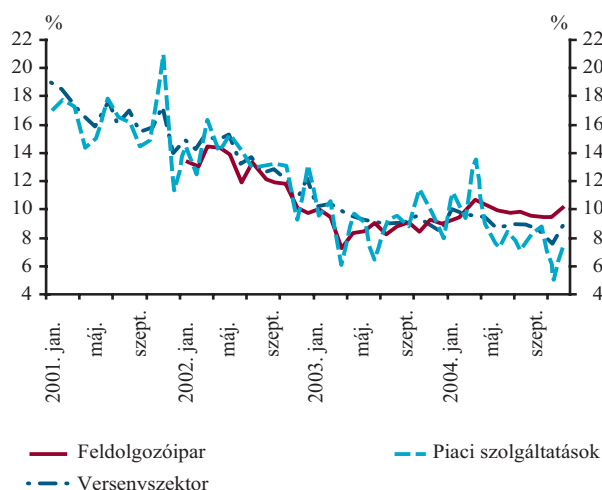
A munkakereslet dinamikájának mérséklődése a nemzetgazdaság egyes szektoraiban eltérő okokból és eltérő időben következett be, aminek eredményeként a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások bérinflációjának egymáshoz viszonyított aránya is eltérően alakult. Feltételezésünk szerint eleinte (2001–2002-ben) a külső kereslet visszaesése és a korábbiaknál erősebb árfolyam az exportorientált vállalatokat jelentősebb alkalmazkodásra készítette, mint a piaci szolgáltatások belső keresleti konjunktúrára érzékeny ágazatait. Ennek hatására a feldolgozóipari bérinfláció a piaci szolgáltatásokénál erőteljesebben csökkent. 2003-tól a feldolgozóiparban a kibocsátás növekedését nem követte a létszám emelkedése, ami jelentősen csökkentette a cégek fajlagos munkaköltségeit, a bérek növekedési ütemének fenntartása mellett is, ami enyhítette a béremelkedésre lefelé ható nyomást. A piaci szolgáltatások létszáma ugyanakkor dinamikusabban bővült, mivel a relatíve magas értékesítési árak még alacsony termelékenység mellett sem rontották számottevően a piaci szolgáltatások cégeinek jövedelmezőségét.

2004-re fordult a helyzet és a lakossági fogyasztás lassú mérséklődésével összhangban – az év eleji indirektadó-emeléssel összefüggő megugrás után – a piaci szolgáltatások értékesítési árainak növekedési üteme is mérséklődött, ami már nem tette lehetővé a magas bérinfláció és erőteljes létszám-bővülés fenntartását. Az év során a létszámdinamika mérséklődése mellett a kereskedelem bérinflációja folyamatosan csökkent (jelenleg mindössze 5 százalékos), az ingatlan és gazdasági szolgáltatások szektor bérnövekedési üteme pedig tartósan 7 százalék körül alakult. A feldolgozóiparban ezzel szemben – a textilipar és az élelmiszeripar kivételével – a bérinfláció magas szinten rekedt és csak lassan mérséklődik, amiben egyes területeken a

### II-19. ábra

Versenyszféra és ezen belül a feldolgozóipari bérek alakulása

(éves indexek, szezonálisan igazított adatokból)



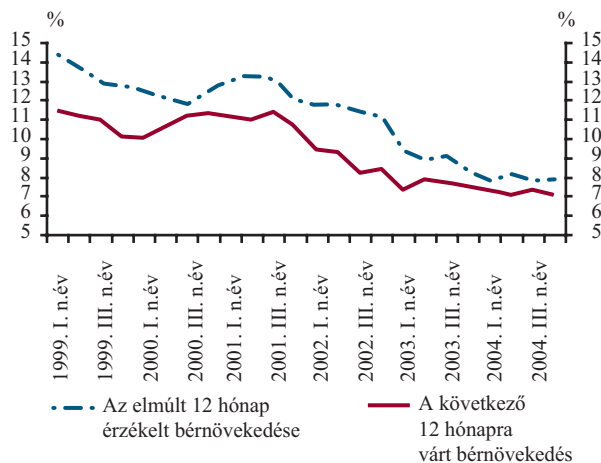
szakképzett munkaerő hiánya is szerepet játszhat. A fenti tényezők eredményeként a korábbi évek tapasztalatával szemben tavaly a feldolgozóipari bérek már a piaci szolgáltatások béreinél nagyobb ütemben emelkedtek.

A versenyszféra bérinflációjának elmúlt időszakai csökkenésében az inflációs várakozások mérséklődése is közrejátszhatott. Egyfelől a bérinfláció csökkenése irányába hathatott, hogy az év eleji indirektadó-emelés nem épült be tartósan a várakozásokba. Másfelől kérdéses, hogy az árindexnek az év második felében megvalósult erőteljes csökkenése milyen mértékben játszhatott szerepet a bérinfláció csökkenésében, illetve hozzájárulhat-e az idei évben a bérezési magatartás jelentős szigorodásához. A TÁRKI 2005. januári felmérése szerint ugyanakkor az elmúlt időszakban nem csökkent számottevően a következő 12 hónapra várt bérinfláció mértéke. Ez erősíti azt a hipotézisünket, miszerint a 2004 második felében megfigyelnél erőteljesebb bérinfláció-csökkenéssel idén sem számolhatunk.

A tágabban értelmezett, önfoglalkoztatottakat is tartalmazó versenyszektor nominális fajlagos bérköltségének elmúlt időszakai alakulása az adatok zajossága miatt nem ítéltető meg egyértelműen. A GDP termelési oldalát érintő, 2003-ig visszanyúló adatrevízió nyomán úgy tűnik, hogy a versenyszektor termelékenységének növekedése 2003 elején átmenetileg megtorpant, ami a csökkenő bérinflációs trend megtörésével együtt a fajlagos bérköltségek emelkedéséhez vezetett. 2004-ben ugyanakkor az intézményi statisztikán kívül eső (önfoglalkoztatott, egyéb) létszám csökkenése a termelékenység növekedését eredményezte, és így a lassan csökkenő bérinfláció mellett is a fajla-

## II-20. ábra

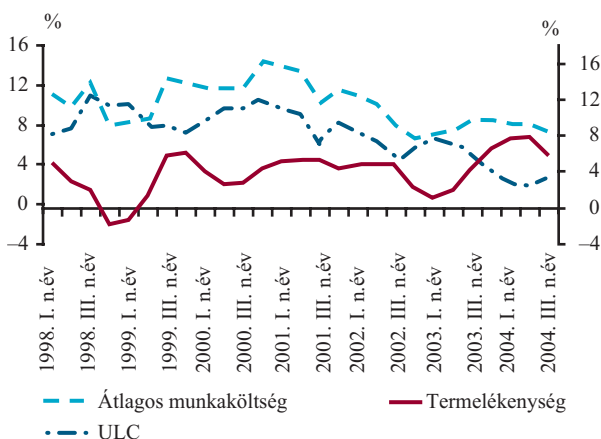
A vállalatok bérekre vonatkozó észlelése és várakozásai a TÁRKI felmérése alapján



gos munkaköltségek dinamikájának jelentős mérséklődéséhez járult hozzá. Összességében úgy véljük, hogy a fenti tényezők mellett a versenyszféra munkafelhasználásának mérséklődése a termelékenység lassú emelkedéséhez járult hozzá, és a fajlagos munkaköltségek a bérinflációnál jelentősebb mértékben csökkenhettek.

## II-21. ábra

Nominális fajlagos bérköltség, termelékenység és bérek a versenyszférában\*



\*Éves indexek. A Munkaerő Felmérés szerinti versenyszféra. 2004. negyedik negyedévi adat becslés.

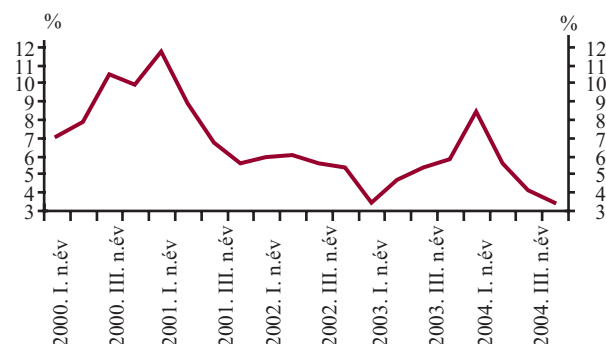
## II. 3. Az infláció alakulása

2004-ben az átlagos fogyasztóiár-index 6,8 százalékos volt, az egy évre visszatekintő decemberi árindex, azaz az egy év alatt bekövetkezett ár-emelkedés pedig 5,5 százalékosat ért el.<sup>9</sup> Bár az év első felében – elsősorban az indirektadó-emelések következtében – nőtt az infláció, az év második felében, különösen az utolsó negyedévben jelentős defláció bontakozott ki. Ebben az árindex tartósabb komponensei játszották a főszerepet, ugyanakkor számos kedvező körülmény is segítette az árdinamika mérséklődését.

### II-22. ábra

A maginfláció alakulása\*

(szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedési ütemek)



\* A KSH szezonálisan igazított adatai alapján.

### II-1. táblázat

Kiemelt inflációs mutatók 2004-ben  
(éves változás, százalék)

|                                 | I. n.év | II. n.év | III. n.év | IV. n.év | Éves átlag |
|---------------------------------|---------|----------|-----------|----------|------------|
| Maginfláció                     | 6,0     | 6,2      | 5,9       | 5,3      | 5,8        |
| Feldolgozatlan élelmiszer       | 4,9     | 8,0      | 11,9      | 1,5      | 6,6        |
| Járműüzemanyag és piaci energia | 1,0     | 7,8      | 7,6       | 10,0     | 6,6        |
| Szabályozott árak               | 11,7    | 10,1     | 8,3       | 7,2      | 9,3        |
| Fogyasztóiár-index              | 6,8     | 7,3      | 7,0       | 5,9      | 6,8        |

### II-2. táblázat

Az indirektadó-változások hatása az árindexekre  
(éves változás, százalék)

|                    | Az indirektadó-változásokat |                  |                   |                    |                   |                   |                  |                   |                    |                   |
|--------------------|-----------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
|                    | Tartalmazza                 |                  |                   |                    |                   | Nem tartalmazza   |                  |                   |                    |                   |
|                    | 2003.<br>IV. n.év           | 2004.<br>I. n.év | 2004.<br>II. n.év | 2004.<br>III. n.év | 2004.<br>IV. n.év | 2003.<br>IV. n.év | 2004.<br>I. n.év | 2004.<br>II. n.év | 2004.<br>III. n.év | 2004.<br>IV. n.év |
| Fogyasztóiár-index | 5,4                         | 6,8              | 7,3               | 7,0                | 5,9               | 4,9*              | 5,0              | 5,1               | 4,9                | 3,9               |
| Maginfláció        | 4,8                         | 6,0              | 6,2               | 5,9                | 5,3               | 4,3*              | 4,9*             | 4,4*              | 4,2*               | 3,6*              |

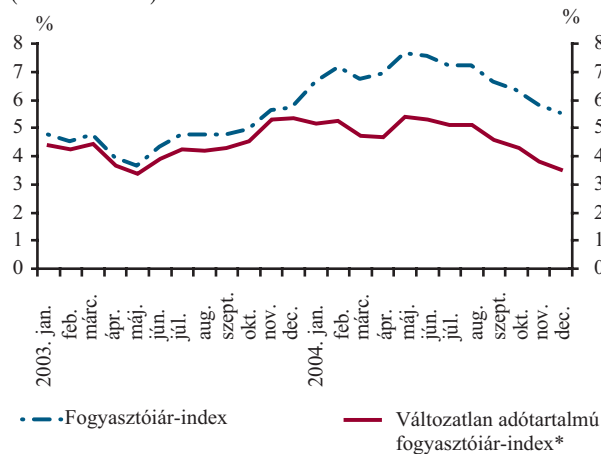
\* MNB-becsítés.

<sup>9</sup> Elemzésünk lezárása után tette közzé a KSH a 2005. januári fogyasztóiár-index statisztikát. A 4,1 százalékos fogyasztóiár-indexet meghatározó folyamatok – különösen a maginfláció lassulása – megerősítik az elemzésünkben vázolt deflációs képet.

## II-23. ábra

A fogyasztóiár-index és a változatlan adótartalmú árindex alakulása

(éves változás)



\* 2003-ra vonatkozóan MNB becslés.

Az infláció tavalyi alakulását általában meghatározó tényezőket tekintve az időszakot több szakaszra bonthatjuk. 2003 második felében, illetve 2004 elején az inflatorikus tényezők voltak túlsúlyban. A korábbiaknál gyengébb forintárfolyam emelte az importált inflációs nyomást, hozzájárulhatott a növekvő inflációs várakozásokhoz, és ezen keresztül az erőteljes nominális béremelkedéshez is. Emellett az indirektadó- (főleg áfa- és jövedékiadó-) emelések, a jelentős termelőigáz-áremelés, illetve az új adónemek bevezetése révén számos kínálati oldali sokk is érte a gazdaságot. Az említett tényezők inflatorikus hatásának kibontakozását az erős aggregált kereslet is támogatta, ugyanis a lakossági fogyasztás még dinamikus volt és a vállalati aktivitás már élénkült.

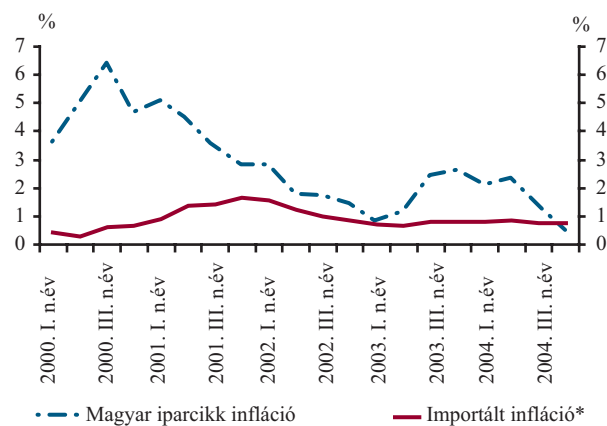
2004 közepétől azonban fokozatosan a deflációs tényezők kerültek előtérbe. A forint árfolyamának erősödése közvetlenül csökkentette az importált inflációt, így tompította a jelentős olajár-emelkedés hatását is. Emellett az árfolyam stabilitása támogatta a nominális horgony szerepének hiteltességét, és így közvetve hozzájárulhatott az inflációs várakozások csökkenéséhez, illetve a csökkenő bérinflációhoz. Eközben a keresleti oldalon is

változás következett be, hiszen a továbbra is élénk vállalati konjunktúra mellett a lakossági fogyasztás növekedésében a megelőző évekhez képest érdemi lassulás következett be. Mindezek eredőjeként úgy tűnik, hogy a 2004 elején bekövetkezett kínálati oldali sokkoknak csak a közvetlen árszintemelő hatása jelentkezett, azok továbbgyűrűző, másodlagos hatásai nem.

Az említett folyamatok az árindex egyes tételeit különbözőképpen érintették. Az iparcikkek inflációja 2003 második felében gyorsult, amelyben kulcsszerepe lehetett a forint árfolyamának 2003-ra jellemző ingadozásainak, illetve leértékelődésének. 2004 folyamán az árfolyam fokozatos felértékelődésével párhuzamosan az iparcikkek inflációja is csökkent, sőt decemberben az egyhavi változást mutató index már negatív tartományba került. Ez egyben azt is jelenti, hogy a Magyarországon az iparcikk-infláció jellemzően alacsonyabb volt az év végén, mint az Európai Unióban, azaz a fő importpiacunkon. Ez azonban nem meglepő egy jelentős és stabil árfolyamfelértékelődést követő időszakban, ahogy ez történt Magyarországon 2003 elején, illetve a régió más országaiban is egy-egy jelentősebb és tartósabb árfolyamfelértékelődést követően. Emellett az árdinami-

## II-24. ábra

A magyar és az importált iparcikk-infláció alakulása (szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedési ütemek)



\* Euróavezet nem energiaszektorsági iparcikk inflációja. Forrás: Eurostat, NewCronos.

ka csökkenésében közrejátszhatott az iparcikkek piacán is mind élesebbé váló verseny, amelyet az EU-csatlakozás is tovább dinamizálhatott.

A piaci szolgáltatások inflációja 2003 második negyedétől kezdve egy éven keresztül emelkedett. Ezen belül, a 2004 első negyedében megfigyelt kiugró növekedésben az év eleji áfaemelésnek volt döntő szerepe. Ezután azonban a piaci szolgáltatások áremelkedési üteme a 2003 elején tapasztalt szint közelében stabilizálódott, sőt az év során enyhén csökkent is. Egyelőre nehéz eldönteni, hogy az ebben a termékkörben 2004 második negyedétől megfigyelt alacsony árindexek a hosszú távú folyamat részét képezik, vagy csak átmeneti dezinflációról van szó. Elképzelhető ugyanis, hogy tavaly a piaci szereplők egy része a tervezett évközi áremeléseket – az áfaemelés miatt – az év elejére hozta, azaz az átárazás szezonálisitása tért el átmenetileg a megszokottól. Erre utalhat az a tény, hogy a piaci szolgáltatások inflációjában 2004 első negyedében tapasztalt „kiugrás” nagyobb, mint az áfaemelések által vélhetően indokolt. Ugyanakkor az sem zár-

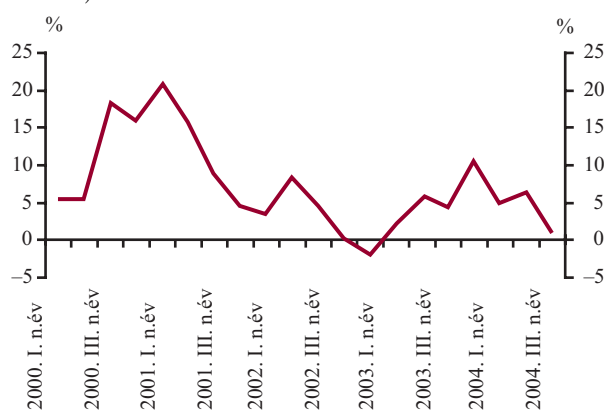
ható ki, hogy a lakossági fogyasztás megelőző évekhez képest tavaly megvalósult jelentős lassulása érdemben hozzájárult a piaci szolgáltatások áremelkedési ütemének csökkenéséhez.

A feldolgozott élelmiszerek inflációja 2004 első negyedében jelentősen gyorsult, amiben döntő szerepe volt az év eleji áfaemelésnek. A második, illetve a harmadik negyedében a termékkör inflációja visszatért a 2003 második felében tapasztalt inflációs szinthez, majd az év végén jelentősen csökkent az árnövekedés üteme. Mindennek hátterében sokszor egymás ellen ható tényezők álltak. A mezőgazdasági alapanyagok egy részének emelkedett (például búza, hús, cukor), más részének csökkent az ára (például tejfélék). Eközben az erősebb árfolyam és a – részben az EU-csatlakozás miatt – élénkülő piaci verseny az iparcikkekhez hasonlóan e körben is korlátozta az áremelkedés ütemét.<sup>10</sup> Ezen hatások eredményeképp a tavaly év végére igen alacsony szintre süllyedt a negyedéves áremelkedés mértéke.

### II-26. ábra

#### A feldolgozott élelmiszerek inflációja

(szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedési ütemek)

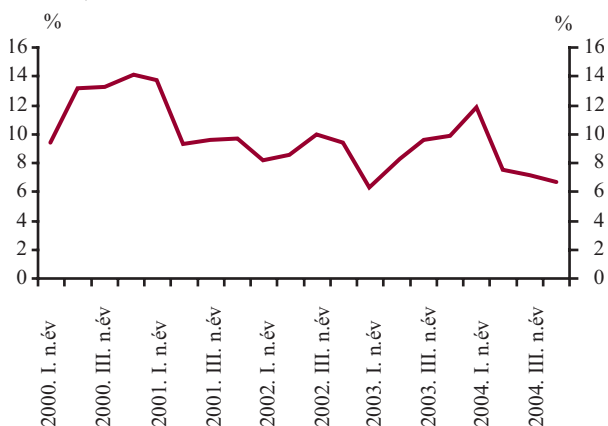


2004 elején az alkohol- és a dohánytermékek körében jelentős jövedékiadó-emelésre került sor, amelyet ha több lépésben is, de végül mindkét

### II-25. ábra

#### A piaci szolgáltatások inflációja

(szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedési ütemek)



<sup>10</sup> Az élelmiszerpiacon az EU-csatlakozással kapcsolatban bekövetkezett folyamatok (pl. tej, tejtermékek árának mérséklődése, cukor árának emelkedése) összhangban vannak a korábban általunk várttal, lásd Ferenczi Barnabás – Jakab M. Zoltán – Nagy Béláné: Van-e inflációs feszültség a hazai élelmiszerárakban? Az EU-csatlakozás várható hatása, MNB Háttér tanulmány 2002/1.

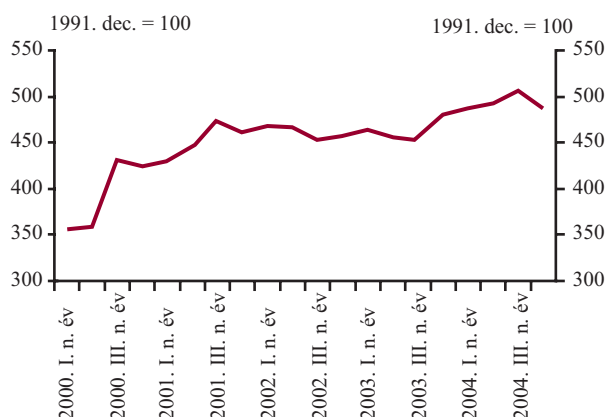
szektorban a gyártók, illetve a kereskedők teljes egészében áthárították a fogyasztókra.<sup>11</sup> Ugyanakkor a dohánypiacon az utolsó negyedévben éles árverseny alakult ki, ami a készletek kifutásával párhuzamosan az év végén már az fogyasztóiár-statisztikában is tetten érhető volt.

Bár a fogyasztóiár-index volatilisabb tételei az év első felében összességében inkább növelték az inflációt, a második félévben és különösen az utolsó negyedévben egyértelműen a deflációt segítették.

A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az év első három negyedévében áremelkedés volt tapasztalható, amely elsősorban a feldolgozatlan hústermékek, azon belül pedig javarészt a sertéshústermékek áremelkedéséhez köthető. A húsárak mindazonáltal nemcsak Magyarországon, hanem az Európai Unióban, illetve a régió többi újonnan csatlakozó országában is nőttek, tehát jellemzően regionális jelenségről van szó. A negyedik negyedévben azonban amellet, hogy a feldolgozatlan hústermékek ára is csökkenni kezdett, javarészt – vélhetően a kedvező nyári időjárásnak köszönhetően – a liszt, illetve a burgonya, a zöldségek és a gyümölcsök ára is (a szezonális hatáso-

## II-27. ábra

A feldolgozatlan élelmiszerek árszintjének alakulása (szezonálisan igazított adatok)

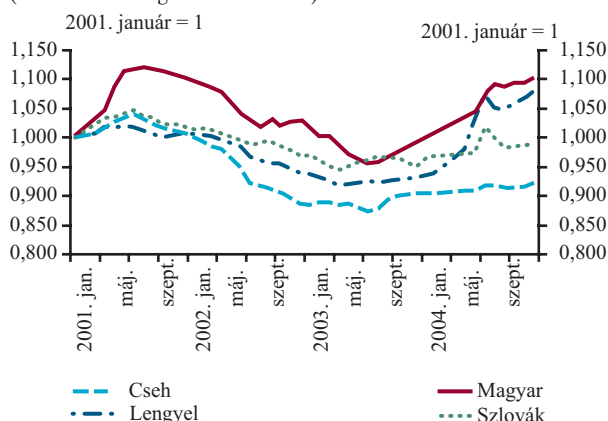


kat kiszűrve) mérséklődött. Mindazonáltal a feldolgozatlan élelmiszerek éves változását mutató árindex negyedik negyedévében bekövetkezett gyors csökkenését a tavaly év végi magas bázis is segítette.

## II-28. ábra

Hústermékek áralakulása Magyarországon és néhány más régióbeli országban\*

(szezonálisan igazított adatok)



\* Minden ország saját valutájában. Forrás: Eurostat, NewCronos.

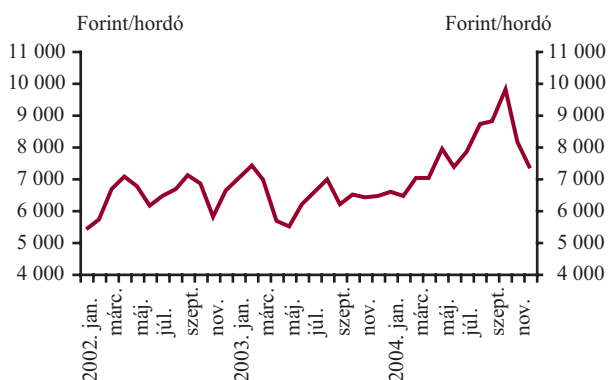
A dollárban kifejezett olajárak már az év elejétől nőttek, de az érdemi áremelkedés májustól októberig következett be. Az év utolsó két hónapjában azután jelentős korrekció következett be, és decemberre az olajárak visszatértek a májusban tapasztalt szint környékére. Mindazonáltal a 2004-ben tapasztalt magas olajárak hazai fogyasztóiár-indexre gyakorolt hatása erősen korlátozott volt, amely számos tényezőnek köszönhető. Egyrészt a dollárban kifejezett áremelkedést tompította az euró dollárral, illetve a forint euróval szembeni felértékelődése. Másrészt az olajárak változására leggyorsabban reagáló fogyasztóiár-index tétel, a járműüzemanyagok árának mintegy kétharmada adó, azaz az olajárak változására közvetlenül reagáló komponens a fogyasztói áraknak csak a harmada. Az olajárak fogyasztói árakra tett hatását az is tompította, hogy a kormányzat átmenetileg csökkentette a járműüzemanyagokat terhelő jöve-

<sup>11</sup> A sörök esetében az év eleji áremelkedés némileg elmaradt az adóemelésből közvetlenül adódó mértéktől, amiben szerepe lehetett az ezen a piacon az EU-csatlakozással összefüggésben kialakult éles versenynek is.

déki adót. A magas olajárak begyűrűződő hatását az is mérsékelte 2004-ben, hogy a vezetékes gáz, illetve az elektromos energia ára csak több negyedéves késéssel – és kormányzati döntés alapján – követi a piaci energiaár-alakulást, azaz ezeknek a szabályozott árú háztartási energiahor- dozóknak 2004 második felében nem emelkedett az ára.<sup>12</sup> Mindemellett a magas járműüzemanyag árak – közvetett módon, mint költségtényezők – más termékek árát is emelhetik, azonban ez hatás 2004-ben nem lehetett jelentős, mivel a jármű- üzemanyagok áremelkedése nem bizonyult tar- tósnak.

### II-29. ábra

A Brent típusú olaj árának alakulása

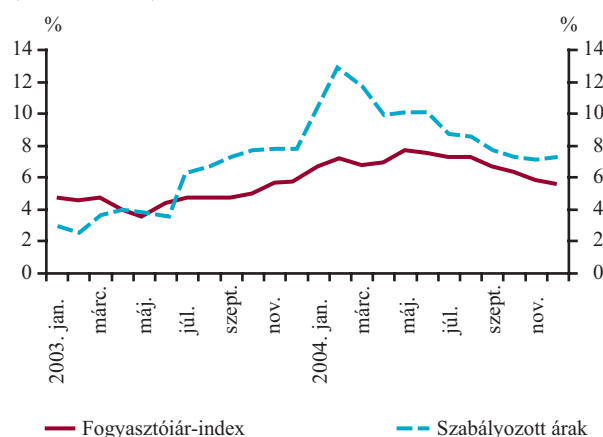


A szabályozott árak emelkedése az egész év fo- lyamán meghaladta a fogyasztóiár-index emelke- dését, ugyanakkor az év során a különbség – az utolsó két hónaptól eltekintve – csökkent, azaz mérséklődött a szabályozott árak által okozott inf- lációs nyomás. A szabályozott árak körében az év elején megfigyelt áremelkedések jelentős ré- sze az indirektadó-emelésekhez köthető, de ér- demben emelte az inflációt a gáz, a helyi tömeg- közlekedés és a gyógyszerek árának emelése is. Ugyanakkor áprilisban a gyógyszerek árának a korábbiaknál 15 százalékkal alacsonyabb szin- ten való befagyasztása, illetve a bázishatás,

vagyis az, hogy az előző évben bekövetkezett évközi gáz-, illetve elektromos energiaár-emelé- sek 2004-ben nem ismétlődtek meg, a szabályo- zott árak éves indexének jelentős csökkenéséhez vezettek.

### II-30. ábra

A fogyasztóiár-index és a szabályozott árak alakulása (éves változás)



### II. 3. 1. Az inflációs várakozások alakulása

2003 második felétől 2004 elejéig mind a vállala- tok, mind a háztartások, mind a professzionális elemzők inflációs érzékelése, illetve inflációs vára- kozása emelkedett. 2004 közepétől kezdve azon- ban – a tényadatokkal párhuzamosan – a gazda- sági szereplők inflációs környezettel kapcsolatos érzékelése fokozatosan javult, azaz az év eleji in- direktadó-emelés által kiváltott inflációemelkedés nem épült be tartósan az inflációs várakozásokba, ami szerepet játszhatott a 2004 második felében létrejött deflációban is.

Óvatosságra int azonban, hogy a legutóbbi ada- tok szerint a vállalatvezetők inflációs várakozása nem javult tovább és a professzionális elemzők hosszabb távú, azaz 2005 decemberére vonatko- zó előrejelzése is csak kismértékben csökkent.

<sup>12</sup> A 2005 elején bekövetkezett hatósági energiaár-emelésekben azonban már nyilvánvalóan szerepe lehetett a korábbiaknál magasabb világgpiaci olajáraknak.

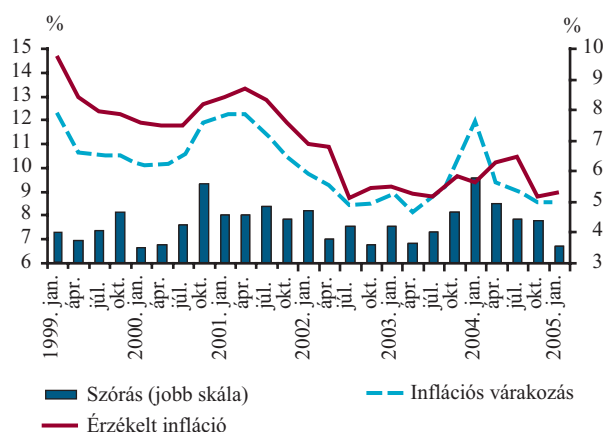


## Vállalatok

A TÁRKI felmérése szerint a vállalatvezetők által érzékelt infláció, illetve inflációs várakozásaik trendje az elmúlt években jellemzően együtt mozgott a tényadatokkal. Ez a kapcsolat az elmúlt egy évben is fennmaradt, azaz mind a 2003 végétől 2004 közepéig tartó fokozatos inflációemelkedés, mind az azóta bekövetkezett dezinfláció leképeződött a vállalatvezetők inflációs érzékelésén, illetve várakozásaikban.<sup>13</sup> Ez egyben azt is jelenti, hogy az elsősorban az indirektadó-emelések által kiváltott sokkszerű inflációemelkedés nem épült be tartósan a vállalatvezetők várakozásaiba, ami hozzájárulhatott a 2004 második felében megvalósult dezinflációhoz, az inflációs perzisztencia oldódásához. Óvatosságra int azonban, hogy a legutóbbi felmérés már sem az inflációs érzékelésben,

## II-31. ábra

A vállalatvezetők inflációs érzékelése, várakozásai és ez utóbbi szórása a TÁRKI felmérése alapján\*  
(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



\* Az átlag-, illetve a szórás számítás a kiugró értékek figyelmen kívül hagyásával készült.

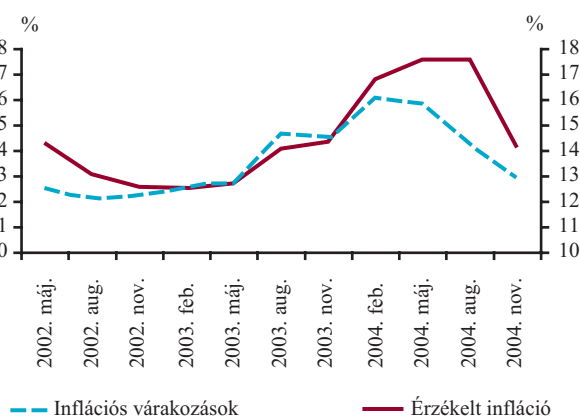
sem a várakozásokban nem mutatott további csökkenést a megelőző felméréshez képest. Ugyanakkor a várt infláció átlagos értéke – amely lényegében megegyezik a 2003 elején tapasztalt szinttel – a korábbiaknál egységesebb véleményt tükröz, amit a válaszok kisebb szórása mutat.

## Háztartások

Hasonlóan a vállalati adatokhoz, a TÁRKI felmérése szerint a háztartások által érzékelt, illetve várt infláció is jól együtt mozog a tényadatokkal. Ugyanakkor a 2004 eleji inflációemelkedés után a háztartások inflációs várakozása, illetve elsősorban az általuk érzékelt infláció a vállalatvezetők-höz képest később kezdett csökkenni, de az év végére az inflációs környezetet illetően már a háztartások érzékelése is lényegében visszatért a 2003-ban jellemző szintre.

## II-32. ábra

A lakosság által érzékelt, illetve várt jövőbeli infláció alakulása a TÁRKI felmérése szerint\*  
(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



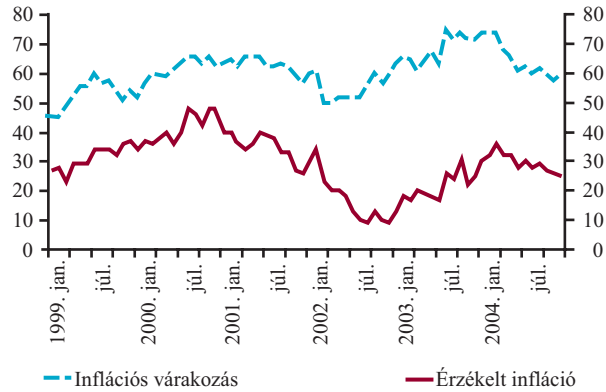
\* Az átlag-, illetve a szórás számítás a kiugró értékek kiszűrésével készült.

<sup>13</sup> Érdemes felhívni a figyelmet arra, hogy a felmérések 1999 óta tartó történetében 2004 elején fordult elő először – és mindeddig utoljára –, hogy a várt infláció meghaladta az érzékelt infláció szintjét, azaz abban az egy felmérésben várták a vállalatvezetők a dezinfláció megtörését. Ugyanekkor volt a várt inflációra adott válaszok szórása is a legnagyobb, ami a várakozások koordinátlanságára utal.



## II-33. ábra

A GKI lakossági felmérésében az inflációval kapcsolatos válaszok megoszlásának alakulása\*



\*Egyenlegmutató, azaz a pozitív (negatív) irányú elmozdulás az inflációval kapcsolatos érzékelés, illetve várakozás emelkedését (csökkenését) jelzi. Forrás: GKI-felmérés, DG Ecofin adatbázis.

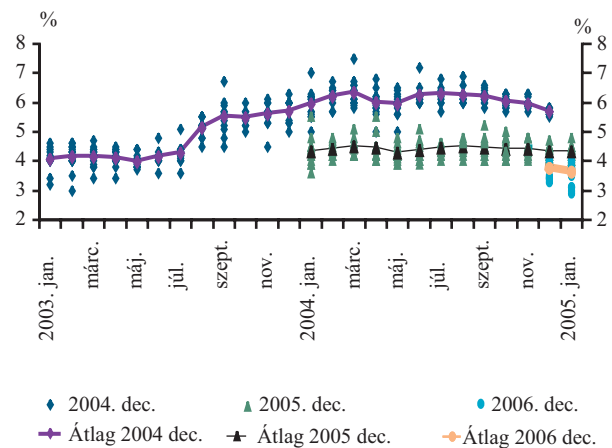
### Professzionális előrejelzők

A Reuters januárig elemzett felmérései szerint, a professzionális előrejelzők az elmúlt negyedévben mind a rövid távú (2004 decemberére vonatkozó), mind a hosszabb távú (2005 decemberére vonatkozó) előrejelzésüket csökkentették. Figyelemre méltó

azonban, hogy hosszabb távú előrejelzésüket kisebb mértékben csökkentették, mint a rövid távúakat, azaz a 2004 végi dezinfláció okainak egy részét vélhetően átmenetinek tekintik. 2004 decembere óta a Reuters-felmérés tartalmazza az elemzők 2006 végére vonatkozó előrejelzéseit is, amelyek szerint a dezinfláció 2006-ban is folytatódni fog.

## II-34. ábra

A professzionális elemzők Reuters-felmérésbeli inflációs előrejelzései januárban (előző év azonos időszakához képest)





### III. Inflációs kilátások





### **III. 1. Előrejelzésünk áttekintése<sup>14</sup>**

Előrejelzési horizontunkon, a 2005. januárban jellemző monetáris kondíciók fennmaradása és egyéb, technikai feltevéseink teljesülése esetén, erősödő dezinflációval számolunk. Az adott feltevések mellett 2005 végére 3,6 százalék, míg 2006-ban 3,4 százalék körülire várjuk a fogyasztóiár-indexet. Az infláció csökkenésében több, időbeli lefutásában is különböző tényező játszik szerepet. A fogyasztóiár-index 2005-re várható erős csökkenésében nagy szerepe lesz a 2004-es indirektadó-emelések hatása elmúlásának. A 2004 első hónapjaiban a fogyasztóiár-indexet emelő áfa- és jövedékiadó-emelések közvetlen hatása az éves árindexekre 2005 első hónapjaiban fokozatosan megszűnik; ami 2005 első felében – mivel előrejelzésünkben tovaggyűrűző, közvetett inflációs hatásokra nem számítunk – az éves inflációs mutatók markáns csökkenését okozza.

Az indirektadó-hatáson túlmenően, a várható makrogazdasági folyamatok is jellemzően dezinfláció irányába mutatnak.

A feltételezett árfolyamszint fennmaradása esetén, a 2004 második felétől kibontakozó folyamatoknak megfelelően, erős importversennyel, és emiatt a külkereskedelemmel versenyző szektorokban, számos termékipiacon (például iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek és alkohol) – a korábbi évekre jellemző, emelkedő árakkal szemben – inkább változatlan vagy csak enyhén növekedő árakra számítunk.

A külkereskedelemmel nem versenyző, jellemzően belföldi folyamatok által befolyásolt szolgáltatószektorok esetében is mérséklődhet az árdinamika. A költséginflációs nyomás a versenyszektor munkakeresletének fékeződése, a munkapiac fe-

szességének enyhülése miatt mérséklődik. Egyrészt, a versenyszektor munkakereslete alig bővül, másrészt pedig a munkapiaci aktivitás, az átmeneti csökkenés után újra élénkülni látszik – az inaktívák száma csökken, emelve a munkaerő-kínálatot. Mindezek a folyamatok várhatóan a munkanélküliség enyhe növekedését, és a bérinflációs nyomás enyhülését eredményezik.

A keresletoldali inflációs tényezők vegyes képet mutatnak; az aggregált kereslet, az általános gazdasági növekedés élénksége áttételesen és csak korlátozottan képes ellensúlyozni a fent említett, alacsonyabb infláció felé mutató tényezőket. Az infláció szempontjából kiemelt jelentőségű lakossági fogyasztási kereslet azonban mindkét évben mérsékelt ütemben bővül, tompítva az aggregált keresleti inflációs tényezők hatását.

Az infláció csökkenését továbbá elősegíti, hogy az inflációs várakozások tavaly minden felmérés szerint mérséklődtek. E téren bizonytalanságra utalhat viszont, hogy a vállalatvezetők béralakulásra vonatkozó várakozásai inkább stagnálnak.

A szabályozott árak a legfrissebb hivatalos információk alapján is az infláció átlaga felett növekednek 2005-ben. Erre a termékkörre 2006-ra továbbra is technikai, a hosszabb távú trendnek megfelelő előrejelzést adunk. 2006-ban feltételezzük továbbá a jövedékiadó-emelését, ami várhatóan a maginfláció kismértékű gyorsulását eredményezi. Megítélésünk szerint az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság mindkét évben szimmetrikus. Szokásos módon bizonytalanságot hordoznak a világpiaci olajárak és a rendkívül volatilis, az időjárástól és regionális tényezőktől függő, feldolgozatlan élelmiszer-árak. Bizonytalansági tényezőt jelent

<sup>14</sup> Előrejelzésünket a február 15-ig beérkezett információk alapján készítettük. A február 17-én a KSH által közzétett fogyasztóiár-index statisztika által jelzett folyamatok beleillenek az előrejelzés által felvázolt trendbe.

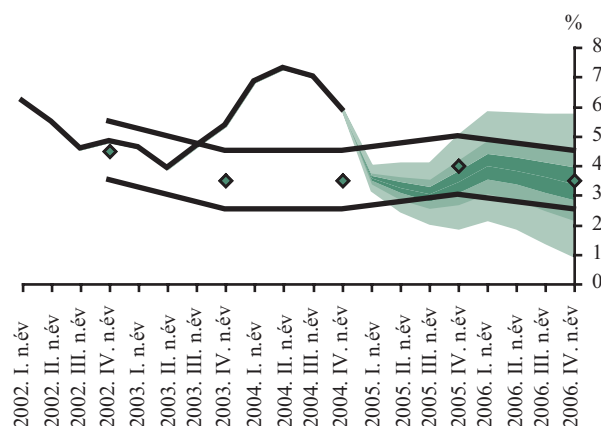
emellett az is, hogy a 2004-es indirektadó-emelések miatt a vállalatok egy része vélhetően előrehozta árazási döntéseit, és emiatt a 2004 végén megfigyelt, erősen lassuló infláció kialakulásában átmeneti tényezők is szerepet kaphattak. Végezetül, kockázati tényezőt jelenthet, hogy vajon a munkapiacra jelentkező enyhülő feszültségekre utaló jelek mennyire tartósak, a munkanélküliség emelkedése átmeneti-e. Kockázatértékelésünk szerint 2006-ban egyetlen számottevő, az alacsonyabb infláció kialakulása felé mutató tényezőt jelentenek a szabályozott árak. Ezekre vonatkozóan még nem áll rendelkezésünkre elegendő mennyiségű információ, és elképzelhető, hogy előrejelzési szabályainknál kisebb lesz ezen csoport inflációja. A többi tényező bizonytalansága mindkét évben szimmetrikus.

Összességében a kockázatok a célsávhoz képest 2005-ben úgy alakulnak, hogy az inflációs célsáv felső szélét meghaladó infláció valószínűsége csekély, miközben a célsáv alatti infláció valószí-

núsége 30 százalék körüli. 2006-ban is kisebb a  $3,5 \pm 1$  százalékos célsáv feletti infláció valószínűsége (20 százalék körüli), mint a célsáv alatti infláció esélye (közel 30 százalék).

## III-1. ábra

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\***  
(az előző év azonos időszakához képest)



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

## III. 2. A várható inflációs folyamat és meghatározói az alappályában

Korábbi gyakorlatunkhoz hasonlóan jelenlegi előrejelzésünk is feltételes jellegű. Előrejelzési szabályaink szerint a januári átlagos forint–euró és euró–dollar árfolyam, valamint rövid lejáratú kamatszint fennmaradását tételezzük fel a teljes előrejelzési horizonton. A januári átlagos határidős árak alapján 2006 végéig fokozatosan csökkenő világpiaci olajárakkal számolunk.

A 2005-ös költségvetési folyamatokra a költségvetési és adótörvényre építve most is saját előrejelzést adunk. 2006-ra a kormány módosított konvergenciaprogramja alapján a GDP arányában 0,6 százalékos hiánycsökkentési feltételezéssel élve készítettük el prognózisunkat.<sup>15</sup>

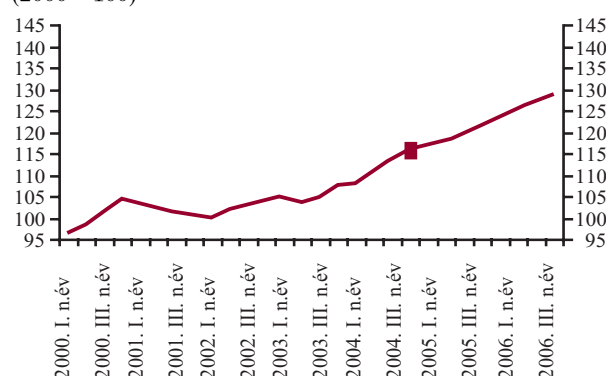
### III. 2. 1. A konjunktúra várható alakulása

Ahogy azt a II.1. fejezetben bemutattuk, a magyar gazdaság külső környezete szempontjából fontos külső konjunkturális képünk olyan, hogy bár rövid távon ellentmondásosak az információk, hosszú távon továbbra is erősödő külső konjunktúrabővülésre számíthatunk, amit a világpiaci olajárak ko-

### III-2. ábra

Külső kereslet alakulása\*

(2000 = 100)



\* Külső kereslet: főbb exportpiacaink súlyozott importkereslete.

rábbi éveknél alacsonyabb feltételezett várható szintje is támogat.

Mindez hosszú távon továbbra is kedvező értékesítési lehetőséget jelent a hazai exportszektor számára, a külpiazi részesedésünk hosszabb távon növekszik. Az exportszektor versenyképességét mérő fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam pedig az előrejelzési időszakban lényegében stagnál vagy csak kismértékben értékelődik fel, így várhatóan csak elenyésző mértékben hat csökkentőleg az exportfolyamatokra. Összességében az export növekedési üteme 10-12 százalék között fog ingadozni.

### III-1. táblázat

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink\*

|                               | 2005  | 2006  |
|-------------------------------|-------|-------|
| Forint/euró árfolyam (forint) | 246,6 | 246,6 |
| Dollár/euró árfolyam (cent)   | 131,3 | 131,3 |
| Brent olajár (dollár/hordó)   | 43,7  | 40,9  |

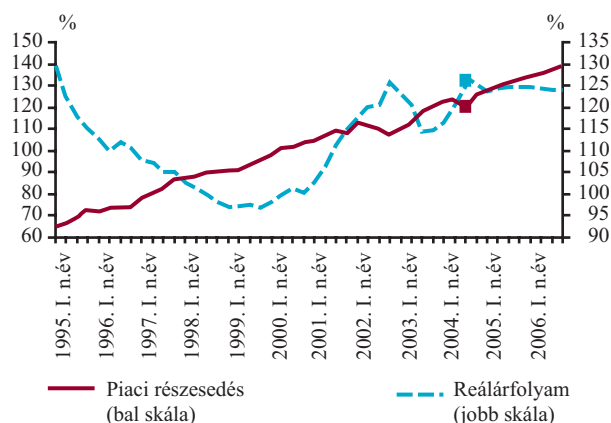
\*Éves átlag, a 2005. januári átlagos adatok alapján.

<sup>15</sup> Az államháztartásra vonatkozó előrejelzésünkről részletesebben I. a IV. 2. fejezetet.

## III-3. ábra

A külpiaai részesedés és a reálárfolyam várható alakulása\*

(2000=100)

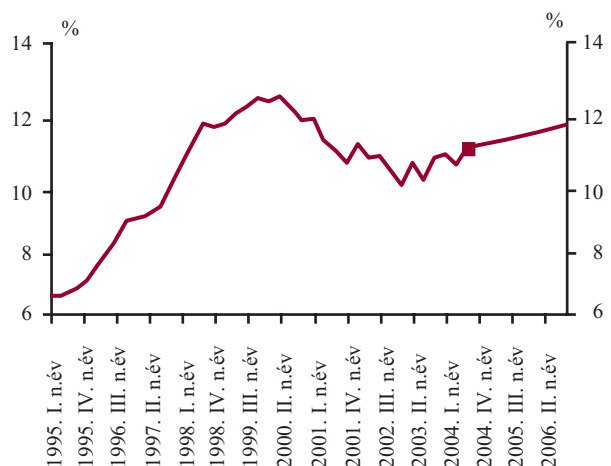


\*Piaci részesedés = áruexport/súlyozott importkereslet; reálárfolyam: feldolgozóipari fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam (emelkedés jelent felértékelődést).

A vállalatok beruházási tevékenysége a külső konjunktúrával és a növekedési kilátásokkal párhuzamosan, és főként a feldolgozóiparban a tőke/munka helyettesítés folytatódása miatt, továbbra is dinamikus marad. Rövid távon arra számítunk, hogy a vállalatok beruházási tevékenységének 2004 harmadik negyedévében megfigyelt, kiugróan magas üteme nem folytatódik. A tőkearányos beruházási ráta folyamatosan emelkedik a 2002–2003-as relatíve alacsony szintről a korábbi évek szintjének

## III-4. ábra

A vállalati beruházási ráta\*



\* Vállalati beruházás/ vállalati tőkeállomány, változatlan áron, MNB becslés.

közelébe. Összességében a vállalati beruházások dinamikus, 6-7 százalékos bővülésével számolunk. A beruházások többi tényezője közül az állami beruházások terén 2005-ben lassuló, bár továbbra is dinamikus bővülésére számítunk. A fenti folyamatokkal ellentétben viszont a lakossági beruházások visszaesésével számolunk, amelynek legfontosabb mozgatórugóját a lakástámogatási környezetben korábban bekövetkezett változások jelentik. Összességében mindez 2005–2006-ban a nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozás 2004-hez viszonyított lassulásában mutatkozik meg.

Miközben a vállalati szektor tőkekereslete folyamatosan, addig munkakereslete csak kismértékben bővül. Ezt (különösen a feldolgozóiparban) a tőke/munka helyettesítés mellett szakképzettségi szükségességekkel is magyarázhatjuk, amelyek a munkaerő termelékenységének növelését és intenzívebb kihasználását is előre vetíti. Eközben a piaci szolgáltatások, különösen a belföldi fogyasztásra érzékeny ágazatok munkaerő-kereslete csökken. A munkakínálat az átmeneti csökkenés után előrejelzésünk szerint visszaáll a demográfiai folyamatok által meghatározott hosszabb távú trendjére. Mindezek folytán a versenyszektorban lényegében csak kismértékben, 2005-ben 0,4, míg 2006-ban 0,7 százalékkal emelkedő foglalkoztatottságot jelzünk előre. Az állami szektor munkaerő-kereslete feltételezésünk szerint 2005–2006-ban összesen közel 3 százalékkal mérséklődik.

Mindez várhatóan a munkanélküliségi ráta emelkedését okozza, amely az inflációs várakozások mérséklődésével együtt fokozatosan lassuló bérinflációhoz vezet. Ezek hatására a versenyszféra bérinflációja 2005-ben 8 százalék alatti, míg 2006-ban mintegy 7 százalék körüli szinten várható alap-előrejelzésünk szerint.

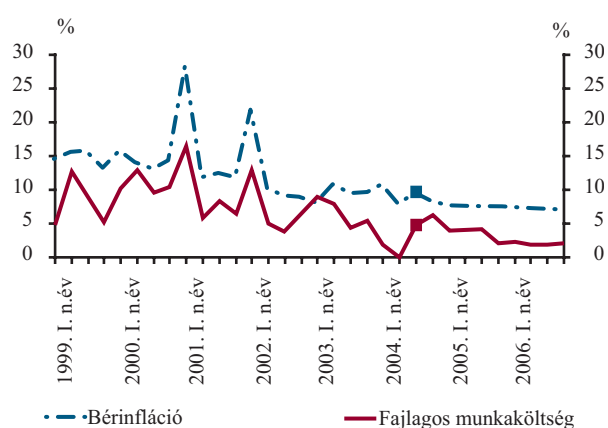
Mivel a termelékenység növekedése várhatóan meghaladja a reálbérköltségek növekedését, a



versenyszektorban a bérhányad csökkenését várjuk. Figyelembe véve, hogy 2006-ban feltételezésünk szerint a tételes egészségügyi hozzájárulás megszűnik, a nominális fajlagos bérköltségek mérsékelte, 4,2-2,5 százalékos közötti növekedését jelezzük előre, ami enyhíti a költséginflációs nyomást.

## III-5. ábra

**Bérinfláció és fajlagos bérköltség alakulása a versenyszférában**  
(évesített negyedéves növekedési ütemek)



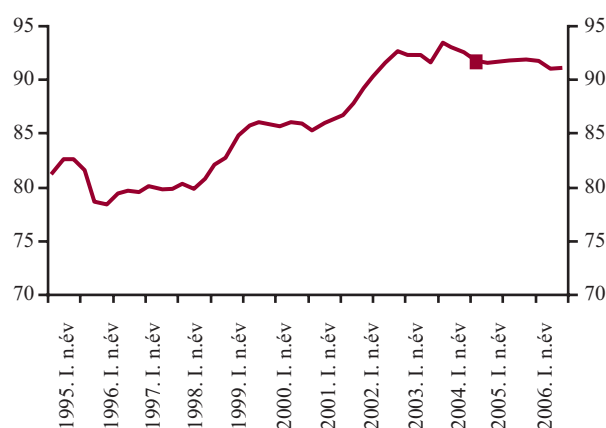
2004-ben a lakosság körében rendelkezésre álló jövedelem reálértékét az indirektadó-emelés jelentősen csökkentette. 2005-ben, miközben a nominális bérinfláció némileg lassul, az indirektadó-emelés hatásának elmúlásával a reáljövedelem gyorsulására számítnak. Így a lakosság rendelkezésre álló reáljövedelmének növekedése 2005-ben 3,7 százalékosat tesz ki, amely meghaladja a 2004-ben tapasztaltat. 2006-ra vonatkozóan némi lassulásra számítnak, a növekedési ütemet 2,8 százalékra tesszük.

A lakosság fogyasztásmintázati viselkedése<sup>16</sup> miatt a lakossági fogyasztási kiadás a reáljövedelmeknél kisebb mértékben emelkedik majd. Ezen időszakban magasabb fogyasztási dinamika felé mutat viszont a likviditáskorlátok enyhülése és a

pénzügyi intézményrendszer fejlődése (pl. devizahitelezés felfutása). Ennek megfelelően a lakosság fogyasztási hajlandósága (a jövedelemből fogyasztásra fordított hányad) a továbbra is magas, 91 százalékos föléti szinten stabilizálódik.<sup>17</sup> Figyelembe véve, hogy a lakosság már hosszabb ideje képes volt fenntartani ezt a magas fogyasztási arányt, jelenlegi előrejelzésünkben viszonylag lassú ütemben mérséklődő fogyasztás/reáljövedelem arányra számítnak.

## III-6. ábra

**A lakossági fogyasztási hajlandóság alakulása\***



\* Lakossági fogyasztási kiadás/rendekezésre álló jövedelem, saját becslés.

Prognózisunk szerint az államháztartás az aggregált keresletre 2005-ben semleges közeli hatást fejt ki. 2006-ban pedig a feltételezett fiskális pálya mentén technikailag adódó keresletszűkítés mértéke a GDP 0,6 százalékát teszi ki.

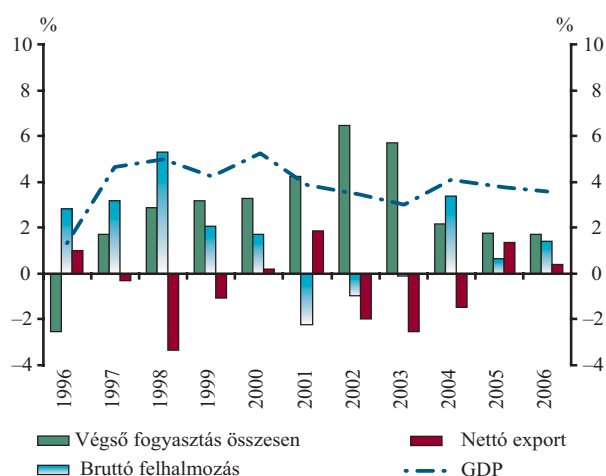
Összességében az aggregált keresleten belül a beruházások szerepe csökken, miközben a készletek miatt a bruttó felhalmozás, illetve a fogyasztás hozzájárulása a növekedéshez stabilizálódik. Az aggregált keresletben a kisebb importigényű elemek szerepe nő meg, és ez a szerkezeti elmozdulás az import exportnál ki-

<sup>16</sup> Fogyasztásmintázati viselkedés alatt azt értjük, hogy a háztartások fogyasztásukat a jövedelemingadozásoknál simábban alakítják.

<sup>17</sup> A 91 százalékos érték nemzetközi összehasonlításban igen magasnak minősül, részletesen I. erről a 2004. decemberi stabilitási jelentés.

## III-7. ábra

A gazdasági növekedés és annak tényezői\*



\* Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP éves növekedéséhez, százalékpontban.

sebb mértékű növekedését vetíti előre, emelve a nettó export növekedésben játszott szerepét. Az import mindkét évben 10 százalék alatti ütemben bővíthet majd.

A gazdaság konjunkturális folyamatai alapján összességében a GDP 3,8 és 3,6 százalékos növekedésére számítunk. A gazdaság potenciális növekedése becsléseink szerint a GDP növekedésénél valamelyest kisebb, 3-4 százalék közöttire tehető. Ennélfogva a kibocsátási rés, a jelenlegi enyhén negatív szintről fokozatosan pozitívba megy át. Emiatt a keresleti inflációs nyomás csak lassan és kismértékben kezdi éreztetni hatását, főként 2006-tól.

## III-2. táblázat

Konjunktúraprognozizunk lényegi elemei az alappályában

|                                            | 2004 | 2005 | 2006   |
|--------------------------------------------|------|------|--------|
| <b>Növekedés</b>                           |      |      |        |
| Lakossági fogyasztás                       | 3,2  | 2,1  | 2,2    |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás              | 11,6 | 4,5  | 4,3    |
| Belföldi felhasználás                      | 5,2  | 2,2  | 3,0    |
| Export                                     | 14,1 | 12,1 | 10,3   |
| Import                                     | 14,8 | 9,7  | 9,3    |
| GDP                                        | 4,0  | 3,8  | 3,6    |
| <b>Államháztartás</b>                      |      |      |        |
| Keresleti hatás*                           | -0,4 | 0,1  | -0,6** |
| <b>Lakosság</b>                            |      |      |        |
| Lakossági rendelkezésre álló reáljövedelem | 3,4  | 3,7  | 2,8    |
| <b>Munkapiac</b>                           |      |      |        |
| Bérinfláció (nemzetgazdaság)               | 7,5  | 7,5  | 6,5    |
| Bérinfláció (versenyszféra)                | 9,3  | 7,8  | 7,1    |
| Létszám (nemzetgazdaság)                   | -0,4 | -0,1 | 0,5    |
| Létszám (versenyszféra)                    | -0,2 | 0,4  | 0,7    |
| Fajlagos munkaköltség (versenyszféra)      | 3,4  | 4,2  | 2,6    |

\* Az MNB által 1998 óta számított elemzési célú mutató: a kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magán-nyugdíjpénztári befizetések változásával. A negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. \*\* A konvergenciaprogram alapján feltételezett fiskális pálya.

### III. 2. 2. A várható inflációs pálya részletei az alappályában

Előrejelzésünk szerint 2005 decemberére a fogyasztóiár-index 3,6 százalékra, 2006 decemberére pedig 3,4 százalékra mérséklődik. 2005-ben a maginfláció is jelentősen csökken, miközben 2006-ban már enyhe gyorsulást vetítünk előre.

Rövid távú inflációs előrejelzésünkben kulcsszerepe van annak, hogy mennyiben értékeljük tartósan a 2004 végi alacsony inflációs szintet. A vállalatok árazási gyakorlata valószínűleg olyan, hogy az árakat csak időközönként tekintik át. Nem zárható ki, hogy a 2004-es indirektadó-emeléseket követően, lévén a vállalatoknak akkor mindenképpen újra kellett árazniuk, előrehozták árazási döntéseiket. Prognózisunkban ezért a 2004 végi tények sugallta alacsony maginflációt óvatosan vetítettük előre, mert abban az árazási viselkedés átmeneti hatásai is szerepet játszhattak; amit csak 2005 első néhány hónapjának inflációs adatai alapján lehet majd megítélni.

Az alapfeltevésünk szerint a 2005. januári szinten stabilan maradó forintárfolyam már 2005-ben is számottevő mértékben fékezi a maginflációt, elsősorban a külkereskedelemmel versenyző körben (iparcikkek, élelmiszerek és alkohol), itt számos terméknel stabil vagy csak nagyon enyhén emelkedő árakkal számolunk. Az erősebb árfolyam által is fokozott importverseny erősödésére utalnak azok az anekdotikus információk is, hogy az élelmiszereknél és az iparcikkeknél erősödött a kereskedők közti árverseny. A 2004-ben bekövetkezett nominálárfolyam-erősödés inflációt csökkentő szerepe 2006-ban már kisebb jelentőségű lesz, ekkor már inkább a közvetett, például munkapiaci hatások érvényesülnek.

A maginfláció trendjének (jövedékiadó-hatásokról megtisztított) negyedéves indexe 2005 második

felétől várhatóan egyenletesen lassul. Ennek oka, hogy a fajlagos munkaköltségek növekedésének várható lassulása miatt a költség- (bér-) inflációs nyomás enyhülésére számítunk.

Az inflációs várakozások egy csökkenő inflációs környezetet valószínűsítene. Igaz, a felmérésekből származó információk esetében nehéz megállapítani, hogy azok ténylegesen is a várakozásokat mutatják-e, vagy inkább csak a múltbeli inflációra reagálnak. Mindenesetre a felmérések azt minden bizonnyal mutatják, hogy a 2004-es indirektadó-emelések csak átmenetileg emelték az inflációs várakozásokat, a monetáris kondíciók elegendően szigorúak voltak ahhoz, hogy a gazdasági szereplő szélesebb köre az indirektadó-emelést csak egyszeri árszintemelő tényezőnek tekintse, és ne épüljenek fel tartósan magasabb infláció felé mutató várakozások.

Eközben a keresleti inflációs nyomás megítélése szempontjából az előrejelzésünk vegyes képet mutat. Miközben az árupiacon az aggregált keresleti nyomás (kibocsátási rés) enyhén emelkedik, ennek inflációs szempontból közvetlen kihatással lévő tétele, a lakossági fogyasztás tovább lassul.

A maginfláció éves indexének 2006-os emelkedésében két tényező játsza a főszerepet, a 2005-ből áthúzódó alacsony bázis hatása és a dohánytermékeknel, az EU-hoz köthető adóharmonizációs követelményeknek megfelelő mértékűnek feltételezett jövedékiadó-emelés. Az említett hatásoktól eltekintve, a maginfláció trendje negyedéves szinten 2006-ban enyhén csökken.

2005-ben a szabályozott árak, a rendelkezésre álló információink alapján, a fogyasztói árak átlagánál magasabb ütemben emelkednek. 2006-ra vonatkozóan előrejelzésünkben (telefondíjak kivételével), szabályaink szerint, a hosszú távú trendnek megfelelő áremelkedéssel számoltunk.

## III-3. táblázat

A fogyasztóiár-index és tényezői az alappályában  
(előző év azonos időszakához képest, százalék)

|                                    | 2004 |      | 2005        |      |      |     | 2006 |     |      |      |
|------------------------------------|------|------|-------------|------|------|-----|------|-----|------|------|
|                                    | Tény |      | Előrejelzés |      |      |     |      |     |      |      |
|                                    | III. | IV.  | I.          | II.  | III. | IV. | I.   | II. | III. | IV.  |
| Fogyasztóiár-index                 | 7,0  | 5,9  | 3,6         | 3,3  | 3,1  | 3,5 | 4,0  | 3,8 | 3,6  | 3,4  |
| Maginfláció<br>(KSH tény)          | 5,9  | 5,3  | 3,6         | 2,8  | 2,6  | 2,9 | 4,0  | 4,4 | 4,2  | 3,9  |
| Maginfláció*<br>(MNB becslés)      | 6,1  | 5,5  |             |      |      |     |      |     |      |      |
| Feldolgozatlan<br>élelmiszerek     | 11,9 | 1,4  | −4,1        | −3,6 | −4,3 | 1,3 | 1,8  | 1,7 | 1,6  | 1,3  |
| Járműüzemanyag<br>és piaci energia | 7,6  | 10,0 | 6,7         | 5,0  | 3,1  | 1,4 | 2,1  | 0,5 | −0,2 | −0,1 |
| Szabályozott árak                  | 8,3  | 7,2  | 4,9         | 6,4  | 6,6  | 6,6 | 5,2  | 3,7 | 3,4  | 3,3  |

\*Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ az-  
zal. A technikai eltérés oka az, hogy a KSH által számított maginfláció nem reprodukálható pontosan a publikus csoportos fogyasztóiár-index adatokból,  
mivel a KSH részletes adatai alapján több csoportot megbont maginflációs és azon kívüli altételekre (például gyógyszerek). Ezért előrejelzésünkben egy  
közelítést alkalmazunk, amely azonban tendenciájában hosszú távon nem okoz eltérést a KSH által publikált maginflációs értékektől.

A feldolgozatlan élelmiszerek esetében mindkét évben mérsékelt áremelkedést prognosztizálunk, mert az utóbbi időszak tendenciái alapján egy, a korábbi évekhez képest alacsonyabb hosszú távú árnövekedési trend rajzolódik ki, amely részben az erősödő importversennyel is magyarázható. Döntő mértékben a csökkenő világpiaci olajárakra vonatkozó feltevésünk miatt, a járműüzemanyagok infláció-jára adott becslésünk fokozatos csökkenést mutat.

## III-4. táblázat

A fogyasztóiár-index kiemelt mutatói  
alap-előrejelzésünkben

(előző év azonos időszakához képest, százalék)

|            | 2004 | 2005        | 2006 |
|------------|------|-------------|------|
|            | Tény | Előrejelzés |      |
| December   | 5,5  | 3,6         | 3,4  |
| Éves átlag | 6,8  | 3,4         | 3,8  |

## IV. Aktuális kérdések





IV. 1. Háttér-információk előrejelzéseinkhez<sup>18</sup>

Az alábbiakban bemutatjuk, hogyan változott előrejelzésünk a legutóbbi jelentéshez képest; bemutatunk egy alternatív, a piaci konszenzus monetáris kondíciókkal számolt inflációs előrejelzést, végül összehasonlítjuk előrejelzésünket másokéval.

## IV. 1. 1. Előrejelzésünk változása a novemberihez képest

A novemberi jelentés óta eltelt időszakban javult a megítélésünk a dezinflációs pályát meghatározó makrogazdasági feltételekről, inflációs prognózi-

## IV-1. táblázat

Alap-előrejelzésünk változása a novemberihez képest

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

|                                                  | 2003 | 2004    |          | 2005        |          | 2006              |                   |
|--------------------------------------------------|------|---------|----------|-------------|----------|-------------------|-------------------|
|                                                  | Tény | Becslés |          | Előrejelzés |          |                   |                   |
|                                                  |      | Nov.    | Aktuális | Nov.        | Aktuális | Nov.              | Aktuális          |
| Fogyasztóiár-index                               |      |         |          |             |          |                   |                   |
| December                                         | 5,7  | 5,9     | 5,5      | 4,4         | 3,6      | 3,9               | 3,4               |
| Éves átlag                                       | 4,7  | 6,8     | 6,8      | 4,5         | 3,4      | 4,2               | 3,8               |
| Gazdasági növekedés                              |      |         |          |             |          |                   |                   |
| Külső kereslet (GDP-alapon)                      | 0,5  | 1,9     | 1,8      | 2,1         | 1,9      | 2,2               | 2,3               |
| Lakossági fogyasztás                             | 7,6  | 3,3     | 3,2      | 1,8         | 2,1      | 1,9               | 2,2               |
| Memo: Lakossági fogyasztási kiadás               | 8,1  | 3,6     | 3,9      | 2,3         | 2,7      | 2,1               | 2,4               |
| Állóeszköz-felhalmozás                           | 3,4  | 9,2     | 11,6     | 4,2         | 4,5      | 3,6               | 4,3               |
| Belföldi felhasználás                            | 5,4  | 4,8     | 5,2      | 2,5         | 2,2      | 2,3               | 3,0               |
| Export                                           | 7,6  | 14,5    | 14,1     | 11,3        | 12,1     | 11,0              | 10,3              |
| Import                                           | 10,4 | 14,8    | 14,8     | 9,3         | 9,7      | 9,2               | 9,3               |
| GDP                                              | 3,0  | 4,0     | 4,0      | 3,7         | 3,8      | 3,5               | 3,6               |
| Folyó fizetési mérleg hiánya                     |      |         |          |             |          |                   |                   |
| A GDP százalékában                               | 9,0  | 9,0     | 8,9      | 8,6         | 8,7      | 7,9               | 8,0               |
| Milliárd euróban                                 | 6,6  | 7,3     | 7,2      | 7,7         | 7,7      | 7,5               | 7,6               |
| Államháztartás                                   |      |         |          |             |          |                   |                   |
| ESA-hiány                                        | 6,2  | 5,6     | 5,3      | 5,5         | 5,3      | 4,9 <sup>5</sup>  | 4,7 <sup>5</sup>  |
| Keresleti hatás <sup>1</sup>                     | −0,4 | −0,7    | −0,4     | 0,3         | 0,1      | −0,7 <sup>5</sup> | −0,6 <sup>5</sup> |
| Munkapiac                                        |      |         |          |             |          |                   |                   |
| Nemzetgazdaság bérinfláció <sup>2</sup>          | 10,9 | 8,3     | 7,5      | 7,9         | 7,5      | 7,3               | 6,5               |
| Nemzetgazdaság foglalkoztatottság                | 1,2  | −0,4    | −0,4     | −0,1        | −0,1     | 0,5               | 0,5               |
| Versenyszféra bérinfláció <sup>3</sup>           | 8,7  | 9,4     | 9,3      | 8,3         | 7,8      | 7,8               | 7,1               |
| Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>    | 0,7  | 0,0     | −0,2     | 0,8         | 0,4      | 0,8               | 0,7               |
| Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4</sup> | 4,4  | 5,9     | 3,4      | 4,4         | 4,2      | 2,7               | 2,6               |
| Lakossági reáljövedelem                          | 4,3  | 3,9     | 3,4      | 3,2         | 3,7      | 2,3               | 2,8               |

<sup>1</sup> Az MNB által 1998 óta számított elemzési célú mutató: a kiegészített (SNA-) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magánnyugdíjpénztári befizetések változásával. A negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti. <sup>2</sup> Államnál a 2005 januárjában esedékes 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérkifizetést a 2004-es béreknél szerepeltettük. Az aktuális nemzetgazdasági bérelőrejelzés a KSH által publikált intézményi körre vonatkozik, a novemberi jelentésben szereplő számokkal közvetlenül nem összevethető. <sup>3</sup> Az aktuális versenyszféra bérinfláció a KSH intézményi statisztikája által felölelt teljes versenyszférát tartalmazza, míg a novemberi jelentésben csak a feldolgozóipar és piaci szolgáltatások bérinflációjának súlyozott átlaga szerepelt. <sup>4</sup> A KSH munkaerő-felmérésének megfelelő kategória. <sup>5</sup> Feltételezés a konvergenciaprogram alapján.

<sup>18</sup> Előrejelzésünk (ha másképp nem jelezzük) a február 15-ig beérkezett információk, adatok alapján készült.

sunkat a teljes előrejelzési horizonton lefelé módosítottuk, míg a GDP növekedésére vonatkozó előrejelzésünket kissé növeltük.

## Alapfeltevéseink változása

A novemberi jelentésünk publikálása óta az előrejelzéseinkhez felhasznált forint/euró árfolyamban nem történt olyan jelentős elmozdulás, amely prognózisunk novembertől vett eltérésére önmagában érdemi hatást gyakorolt volna. Ugyanakkor jelentősen (mintegy 5 százalékkal) gyengült a dollár az euróhoz képest.

A 2005. januári, dollárban számított határidős olajárpálya kismértékben változott a novemberi jelentésünkben feltételezetthez képest, a 2005-ös árak kissé alacsonyabbak, a 2006-osak némileg magasabbak annál, mint amivel korábban számoltunk. Ugyanakkor, a dollár forinthez viszonyított gyengülése jelentősen (4-7 százalékkal) csökkentette az előrejelzéseinkben technikai feltevésként használt forintban számított határidős olajárakat. Az alacsonyabb olajárak rövid távon az üzemanyagárakon keresztül befolyásolják kedvezően az inflációt, hosszabb távon pedig enyhítik a fogyasztói árakra költségoldalról nehezedő nyomást is.

Ahogy azt már a novemberi jelentésünkben is jeleztük, 2005-re vonatkozóan a jövedékiadó-emelések elmaradnak. Inflációs prognózisunk módosu-

lására viszont hatással volt az, hogy egyes szabályozott áras termékek körében a 2005-re bejelentett áremelések elmaradnak attól, amit korábban feltételeztünk. Itt elsősorban a gyógyszerár-megállapodások, az előzőleg feltételezettnél alacsonyabb gázáremelés és a bejelentett villamosenergia-kompenzációs csomagok befolyásolták érdemben a korábbi előrejelzésünk elmozdulását.

## Reálgazdasági előrejelzésünk változása

A második-harmadik negyedéves lassulás után a bruttó hazai termék növekedése az előzetes várakozásaink szerint erősödött, melynek fő mozgatórugója a harmadik negyedéves élénk beruházási tevékenység és a negyedik negyedéves gyorsuló exportdinamika és ipari termelés volt. Előrejelzési horizontunkon a GDP növekedési ütemének valamivel enyhébb lassulására számítottunk, mint amit a novemberi jelentésünkben közöltünk.

A 2005–2006-os évekre a nemzetgazdasági beruházások lassulását enyhébbnek ítéljük meg a novemberben közölt prognózisunkhoz képest, és a lakosság fogyasztás simítási viselkedése alapján a fogyasztás lassulását is mérsékeltebbnek és elhúzódóbbnak látjuk, mint korábban. Hosszú távon a külső konjunktúra és külpiaci részesedésünk bővülésére számítottunk, nettó exportunk javulását pe-

## IV-2. táblázat

Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest\*

|                                   | 2004. novemberi előrejelzésben |       | Aktuális előrejelzésben |       | Változás (%) |      |
|-----------------------------------|--------------------------------|-------|-------------------------|-------|--------------|------|
|                                   | 2005                           | 2006  | 2005                    | 2006  | 2005         | 2006 |
| Forint/euró árfolyam (forint)     | 246,8                          | 246,8 | 246,6                   | 246,6 | –0,1         | –0,1 |
| Dollár/euró árfolyam (cent)       | 125,0                          | 125,0 | 131,3                   | 131,3 | 5,1          | 5,1  |
| Brent olajár (dollár/hordó)       | 43,9                           | 40,6  | 43,7                    | 40,9  | –0,6         | 0,7  |
| Memo: Brent olajár (forint/hordó) | 8676                           | 8014  | 8198                    | 7676  | –5,5         | –4,2 |

\* Éves átlagok. A 2005. januári átlagos árfolyamok, illetve határidős olajárak alapján.



dig már rövid távon a korábban vártnál erőteljesebbnek valószínűsítjük.

Az említett tényezők hatására a GDP éves növekedésére adott prognózisunkat a teljes előrejelzési horizonton 0,1 százalékponttal emeltük.

#### Inflációs előrejelzésünk változása

A novemberi jelentéshez képest inflációs előrejelzésünket 2005 decemberére 0,8 százalékponttal, míg 2006 végére 0,5 százalékponttal csökkentettük.

A fogyasztóiár-index 2004 negyedik negyedévi alakulása elmaradt az általunk korábban várt mértéktől, és ezt a tendenciát a januári adat tovább erősítette. A defláció általunk vártnál gyorsabb üteme több tényezőnek is betudható. Értékelésünk szerint a 2004 második félévében a korábbiaknál erősebb és stabilabb forintárfolyam erősítette az importversenyt, mindemellett az EU-csatlakozás további piaci versenyt erősítő tényező lehetett. Az erősödő importverseny az árak csökkenését okozta számos termékkör esetében. Jelentős inflációscsökkentő tényező volt az olajárak esése, valamint a feldolgoztalan élelmiszerek árának csökkenése.

Előrejelzéseink elmozdulását – a vártnál alacsonyabb tényeken túlmenően – alapfeltevéseink változása és a reálgazdaságról alkotott képünk változása is befolyásolta. Az alacsonyabb feltételezett világszintű olajárak, valamint a szabályozott áras termékek körében a novemberben vártnál alacsonyabb árnyövekedés jelentősen befolyásolták a 2005-ös, és kisebb mértékben a 2006-os inflációs prognózisunk csökkentését. A reálgazdasági folyamatok közül az importverseny hatását a korábbiaknál erősebbnek véljük, ill. a munkapiacra a munkakereslet fékeződése nyomán enyhülő bérinflációs nyomás is érdemben lehetővé tette előrejelzéseink csökkentését, továbbá ugyanebbe az

irányba hatnak a mérséklődő inflációs és bérinflációs várakozások is.<sup>19</sup>

#### IV. 1. 2. Egy alternatív kamat- és árfolyampálya hatása előrejelzésünkre

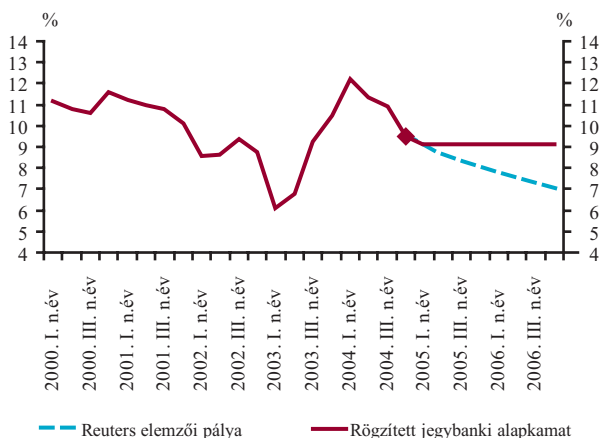
Korábbi jelentéseinkhez hasonlóan, ezúttal is bemutatjuk egy, a technikai feltevéseinktől eltérő kamat- és árfolyampálya hatását az inflációs előrejelzésünkre. Célunk ezzel az, hogy előrejelzéseinket összehasonlíthóbbá tegyük olyan előrejelzésekkel, amelyek nem változtatlan kamat- és árfolyamfeltétel mellett készültek, hanem a gazdasági szereplők által feltételezett kamat-, illetve árfolyampályára épülnek.

Jelen esetben is ezeket az alternatív pályákat a Reuters által januárban megkérdezett makroelemzők válaszainak számtani átlagából számoltuk. Ezen felmérés szerint a megkérdezett elemzők 2005-re mintegy két százalékkal gyengébb árfolyamra és egy százalékponttal alacsonyabb kamatra, míg 2006-ra 3-4 százalékkal gyengébb árfolyamra és mintegy két százalékponttal alacsonyabb kamatra számítanak.

A fenti két feltevés együttes teljesülése a 2005-re adott éves átlagos inflációs előrejelzésünket mint-

#### IV-1. ábra

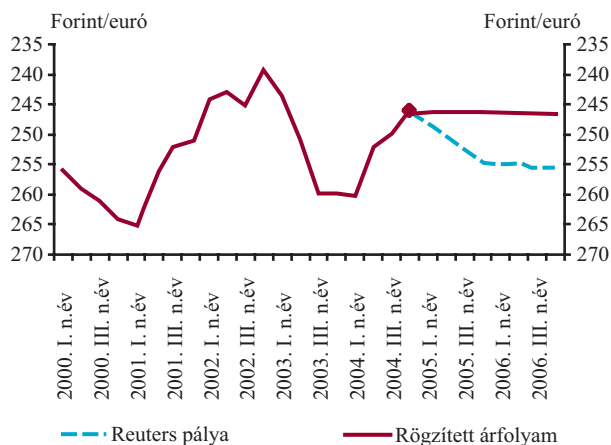
Kamatpálya a Reuters januári felmérése és a rögzített kamat feltevése mellett



<sup>19</sup> Előrejelzésünket a novemberi pályához képest technikai okok miatt, némileg csökkentette a KSH januárban ismertté vált új fogyasztói kosarának átvezetése is. Ebben ugyanis emelkedett a tartós fogyasztási cikkek súlya, ami az utóbbi időben árcsökkenést mutatott.

## IV-2. ábra

Árfolyampálya a Reuters januári felmérése és a rögzített árfolyam feltételezése szerint\*



\* Fordított skála.

egy 0,2 százalékponttal, míg a 2006-osat mintegy 0,4 százalékponttal növelné.

### IV. 1. 3. Előrejelzéseink összevetve más intézetek prognózaival<sup>20</sup>

Aktuális prognózisunkat más kutatóintézetek, illetve piaci elemzők előrejelzéseivel összevetve megállapíthatjuk, hogy míg a gazdasági növekedésről alkotott képünk elég hasonló a többi elemző előrejelzéséhez, addig az inflációs kilátásokat illetően

inkább a piac alsó szegmensében helyezkedünk el. Az egyensúlyi folyamatokat illetően ugyanakkor – a novemberi jelentésünkhöz hasonlóan – továbbra is az elemzői várakozásoknál jelentősebb egyensúlytalanságokat érzékelünk.

A fogyasztóiár-index előrejelzéséről elmondható, hogy az elemzők az MNB-hez képest kevésbé mérsékeltek előrejelzéseiket, így a jelenlegi 2005-ös prognózisunk az elemzői pályák alatt, a 2006-os prognózisunk pedig az elemzői előrejelzések alsó tartományában helyezkedik el.

A bruttó hazai termék általunk becsült 2005-ös növekedése megegyezik azzal, amit az elemzők várnak, míg 2006-ra a piaci szereplők az általunk becsülnél általában enyhén magasabb növekedéssel számolnak.

A folyó fizetési mérleg hiányára és az államháztartási hiányra adott prognózisunk magasabb az elemzők által közltekénél, viszont előrejelzéseink még így is a piaci elemzők prognózisai által meghatározott sávon belül maradnak.

Az exportpiacunk méretét az elemzők többnyire nagyobbra értékelik, mint az MNB, míg a külkereskedelmi partnereink GDP bővülésére az MNB-hez közel hasonló prognózist adnak.

<sup>20</sup> Továbbra is felhívjuk a figyelmet, hogy az MNB-előrejelzések más intézetek prognózaival nem teljes mértékben vethetők össze. Az MNB által készített előrejelzések feltételesek, míg a többi intézet általában feltétel nélküli prognózist készít. Az MNB és egyéb intézetek közötti eltérést nem zárólag a jelenlegi és várható folyamatok megítélése közötti eltérés okozhatja, hanem jelentős hatással lehet rá az alapfeltevéseink eltérése az egyéb intézetek, számunkra exogén változókra vonatkozó előrejelzéseitől.

## IV-3. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal\*

|                                                                           | 2005        | 2006             |
|---------------------------------------------------------------------------|-------------|------------------|
| <b>Fogyasztóiár-index (december/előző év december, százalék)</b>          |             |                  |
| MNB                                                                       | 3,6         | 3,4              |
| Reuters-felmérés (2005. január) <sup>1</sup>                              | 3,9-4,3-4,8 | 2,9-3,6-4,3      |
| <b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)</b>              |             |                  |
| MNB                                                                       | 3,4         | 3,8              |
| Consensus Economics (2005. január) <sup>1</sup>                           | 4,0-4,5-5,4 | 3,0-3,7-4,8      |
| Európai Bizottság (2004. október)                                         | 4,6         | 4,2              |
| IMF (2004. szeptember)                                                    | 4,4         | -                |
| OECD (2004. december)                                                     | 4,7         | 4,5              |
| Reuters-felmérés (2005. január) <sup>1</sup>                              | 3,4-4,4-4,8 | 3,2-3,8-4,5      |
| Világbank (2005. január)                                                  | 4,4         | 4,3              |
| <b>GDP (éves növekedés, százalék)</b>                                     |             |                  |
| MNB                                                                       | 3,8         | 3,6              |
| Consensus Economics (2005. január) <sup>1</sup>                           | 2,6-3,7-4,1 | 2,4-3,8-4,3      |
| Európai Bizottság (2004. október)                                         | 3,7         | 3,8              |
| IMF (2004. szeptember)                                                    | 3,7         | -                |
| OECD (2004. december)                                                     | 3,6         | 3,5              |
| Reuters-felmérés (2005. január) <sup>1</sup>                              | 3,3-3,8-4,1 | 3,4-3,9-4,3      |
| Világbank (2005. január)                                                  | 3,6         | 3,7              |
| <b>Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd euróban)</b>                    |             |                  |
| MNB                                                                       | 7,7         | 7,6              |
| Consensus Economics (2005. január) <sup>1,2</sup>                         | 5,9-7,2-8,2 | 5,4-7,0-8,0      |
| Reuters-felmérés (2005. január) <sup>1</sup>                              | 6,2-7,1-8,1 | 6,2-7,0-7,5      |
| <b>Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)</b>                  |             |                  |
| MNB                                                                       | 8,7         | 8,0              |
| Európai Bizottság (2004. október)                                         | 8,5         | 8,5              |
| IMF (2004. szeptember)                                                    | 8,2         | -                |
| OECD (2004. december)                                                     | 8,5         | 8,2              |
| Világbank (2005. január)                                                  | 8,8         | 8,6              |
| <b>Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)</b>         |             |                  |
| MNB                                                                       | 5,3         | 4,7 <sup>3</sup> |
| Consensus Economics (2005. január) <sup>1</sup>                           | 4,3-5,0-5,6 | 3,5-4,5-5,4      |
| Európai Bizottság (2004. október)                                         | 5,2         | 4,7              |
| OECD (2004. december)                                                     | 4,9         | 4,5              |
| Reuters-felmérés (2005. január) <sup>1</sup>                              | 4,5-5,0-5,5 | 4,3-4,7-5,0      |
| Világbank (2005. január)                                                  | 4,9         | 4,7              |
| <b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések</b>                     |             |                  |
| MNB                                                                       | 6,3         | 5,8              |
| Európai Bizottság (2004. október) <sup>4</sup>                            | 6,6         | 6,5              |
| OECD (2004. december) <sup>4</sup>                                        | 6,3         | 7,4              |
| IMF (2004. szeptember) <sup>4</sup>                                       | 5,8         | -                |
| <b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések</b> |             |                  |
| MNB                                                                       | 1,9         | 2,3              |
| Európai Bizottság (2004. október) <sup>4</sup>                            | 2,0         | 2,1              |
| OECD (2004. december) <sup>4</sup>                                        | 1,9         | 2,5              |
| IMF (2004. szeptember) <sup>4</sup>                                       | 2,0         | -                |

\* Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések; így közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze más előrejelzésekkel.

<sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) dőlt betűvel azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. <sup>2</sup> A Consensus Economics Inc. (London) „Eastern Europe Consensus Forecasts” a fizetési mérlegnél dollárban adja meg az előrejelzéseket, amelyeket az aktuális jelentésben feltételezett euró/dollár árfolyammal számítottunk át. <sup>3</sup> Nem előrejelzés, hanem feltevés, a konvergenciaprogram alapján. <sup>4</sup> MNB által számolt értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közltekől.

Forrás: Consensus Economics Inc. (London) Eastern Europe Consensus Forecasts (2005. január 17.); European Commission Economic Forecasts, 2004. ősz; IMF World Economic Outlook (2004. szeptember); OECD Economic Outlook (2004. december); Reuters-felmérés 2005. január.; World Bank EU-8 Quarterly Economic Report (2005. január).

## IV. 2. Az államháztartáshiány-mutatók alakulása

A költségvetési folyamatok előrejelzését jelenleg kifejezett nagyfokú bizonytalanság nehezíti. Ez részben az európai uniós csatlakozáshoz kötődő folyamatok fiskális hatásának a következménye, részben a pénzügyi kormányzat 2004 végén hozott intézkedései hatására alakult ki.

Elemzéseinkben egyidejűleg többféle mutatóval jellemezzük a költségvetés alakulását, melyeket a helyzet sokoldalú feltárása érdekében párhuzamosan célszerű alkalmazni. A költségvetési bevételek és kiadások pénzforgalmi alakulását az ún. GFS-hiány mutatja; ezen mutató alakulásáról van évközben, havi szinten megbízható információ. Az eredményszemléletű, ún. ESA-egyenleg a Magyarországra is érvényes európai gazdaságpolitikai koordináció, konkrétan a stabilitási és növekedési paktum, illetve a maastrichti követelmények kontextusában nyomon követett mutató. Saját, elemzési célra kifejlesztett mutatónk az ún. kiegészített (SNA-) hiánymutató, ami a fentiekhez képest az állam kvázi-fiskális kiadásait is figyelembe veszi és alkalmasabb a fiskális folyamatok tartós komponensének bemutatására. Az államháztartás keresletre gyakorolt hatását ez utóbbi mutató elsődleges egyenlegének éves változásával közelítjük (ún. fiskális keresleti hatás mutató).<sup>21</sup>

A tavalyi év végétől az áfabevallások szigorított ellenőrzésének elrendelése lassította az áfa-visszatérítéseket, javítva a költségvetés 2004. évi pénzforgalmi egyenlegét, melynek hatását a GDP 0,6 százalékára becsüljük. Az intézkedésnek az általunk rendszeren vizsgált hiánykategóriákra eltérő hatása van. Az ESA-hiányt azonban ez az intézkedés attól függően érinti, hogyan alakulnak 2005. január-február során a visszatérítések. Az ESA-hiány elemzésekor további nagyfokú módszertani bizonytalansá-

got okoz, hogy az eredményszemléletű hiányszámítás alkalmazására Magyarország esetében még nincs kialakult és jól definiált módszertan. Előrejelzésünk készítésekor a hivatalosan eddig ismert hiánymódszertant vettük alapul; esetleges jövőbeli elszámolástechnikai változások természetesen – adott fiskális folyamatok mellett is – az itt elemzettek-től eltérő ESA-hiány-értékeket eredményeznének.

Az általunk alkalmazott ún. kiegészített (SNA-) hiány kategória minderre meglehetősen robosztus, azt az áfa-visszatérítések átmeneti befolyásolása nem érinti, mivel ez a hiánykategória a tartósabb fiskális folyamatokat méri. Ezért az évek közötti pénzforgalmi nettó áfabevétel-mozgásokkal korrigáljuk a hiánymutatót, így ez a hiánykategória stabilabb képet mutat a többi hiány-jelzőszámhoz képest.

2005-ös alap-előrejelzésünk készítésekor több fontos feltevést is alkalmaztunk:

- Az áfa-visszatérítéseknél a tavalyról áthúzódó visszafizetésikötelezettség-állomány fele a 2004-es, fele a 2005-ös ESA-hiányt érinti.
- Az elsődleges kiadásoknál – a nyíltvégűek kivételével – jellemzően a törvényben rögzített kiadási előirányzatok teljesülését feltételeztük.
- A költségvetési törvényben elkülönített, 100 milliárd forint nagyságrendű kiadási tartalék végleges zárolását feltételeztük a központi körben.
- A kamategyenlegre a február 7-i forwardhozamgörbe alapján készítettük el előrejelzésünket.
- Egyéb téren a törvénybe foglalt, vagy hivatalosan eldöntött, nyilvánosan bejelentett és részleteiben ismert költségvetési intézkedéseket vettük alapul. A fenti feltevések mellett és a jelenleg ismert ESA-elszámolási módszert alapul véve készített előrejelzésünk szerint a 2005. évi hiánycél további

<sup>21</sup> L. Kézikönyv a magyar gazdasági adatok használatához, MNB 2001.

## IV-4. táblázat

A fiskális jelzőszámok várható alakulása az alappálya mentén  
(a GDP százalékában)

|                                                   | 2003           | 2004 | 2005        | 2006        |
|---------------------------------------------------|----------------|------|-------------|-------------|
|                                                   | Tény / becslés |      | Előrejelzés | Feltevés*** |
| 1. GFS-hiány                                      | -5,9           | -6,4 | -5,5        | -4,5        |
| 2. ESA által alkalmazott korrekciók               | -0,3           | +1,1 | +0,2        | -0,2        |
| 3. ESA-hiány (1+2)                                | -6,2           | -5,3 | -5,3        | -4,7        |
| 4. Nemzeti definíció szerinti hiány*              | -5,3           | -4,5 | -4,4        | -3,7        |
| 5. Korrekció átmeneti tételekkel                  | -0,9           | -1,1 | -0,5        | n.a.        |
| 6. Kvázi-fiskális kiadások                        | -1,3           | -1,5 | -2,3        | n.a.        |
| 7. Kiegészített (SNA-) hiány (3+5+6)              | -8,5           | -8,0 | -8,3        | n.a.        |
| 8. Kiegészített (SNA-) hiány elsődleges egyenlege | -4,6           | -4,1 | -4,3        | n.a.        |
| 9. Fiskális keresleti hatás**                     | -0,4           | -0,4 | +0,1        | -0,6        |

\* A KSH és a Pénzügyminisztérium által nyilvánosságra hozott korrekció alapján, az ESA-hiány módosítása a magánnyugdíjpénztárak bevételeinek és kiadásainak beszámításával.<sup>22</sup>

\*\* Az MNB által 1998 óta számított elemzési célú mutató: a kiegészített (SNA) hiány elsődleges egyenlegének változása, korrigálva a magánnyugdíjpénztári befizetések változásával. A negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

\*\*\* A konvergenciaprogram alapján készített feltevés.

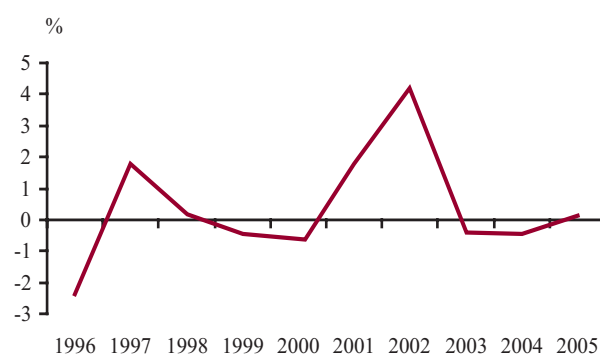
egyenlegjavító évközi intézkedések nélkül előrelátólag nem teljesül. Ilyen intézkedések nélkül az idei évre 5,3 százalékos GDP-arányos ESA-hiány kialakulását valószínűsítjük.

Novemberi előrejelzésünkhöz képest a 2004. és 2005. éveket együtt nézve, hiány-előrejelzésünk a GDP mintegy 0,5 százalékkal mérséklődött. Emögött nagyjából a direkt adóbevételekre vonatkozó prognózisunk növelése és a hozamgörbe alacsonyabb nettó kamategyenleg irányába történő elmozdulása áll.

Mivel 2006-ra nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve költségvetési törvényjavaslat-tal, ezért 2006-ra most sem készítettünk saját előrejelzést. A 2006-os hiányszámok azon a feltevésen alapulnak, hogy megvalósul a kormány által a konvergenciaprogram módosításában tervezett 0,6 százalékos deficitcsökkenés.

## IV-3. ábra

A fiskális keresleti hatás alakulása 1996–2005  
(a GDP százalékában)



## IV. 2. 1. A 2004. évi fiskális egyenlegek értékelése

Az előzetes – még nem teljes körű – adatok szerint a 2004-re eredetileg kitűzött hiánycélok nem teljesültek. Az elfogadott költségvetési törvény 3,8 szá-

<sup>22</sup> A magán-nyugdíjpénztárak jövőbeni egyenlegére önálló becslést nem készítettünk, hanem elfogadtuk azokat a korrekciós mértékeket, amelyeket a KSH és a PM közös közleményben nyilvánosságra hozott. Lásd: KSH Statisztikai Hírek 19. kiadás dátuma: 2004. XII. 6.

zalékos GDP-arányos ESA-hiányt tartalmazott. A 2003. évi hiány ismeretében tavaly tavasszal 4,6 százalékra megemelt hiánycélt sem sikerült tartani. Szeptemberben a kormány 5,3 százalékra módosította hiány-előrejelzését, amely vélhetően – a kormányzat év végi, rendkívüli intézkedései nyomán – teljesül.

Mostani becslésünk 2004-re kisebb hiányt mutat a novemberi alap-előrejelzésünkhöz képest. Ennek oka, hogy az áfa-visszatérítések 2004 negyedik negyedévi lassításával, illetve részbeni leállításával a pénzügyi kormányzat a 2004. és 2005. évi hiányszinteket egyidejűleg térítette el a normál fiskális folyamatokból adódó hiányszintektől. Ennek lehetőségére az akkor látott folyamatok alapján a novemberi jelentésben már felhívtuk a figyelmet.

Január elején a Pénzügyminisztérium az állami költségvetés<sup>23</sup> tavalyi pénzforgalmi hiányára 1284 milliárd Ft-ot jelentett be, amely a GDP arányában 6,3 százaléknak megfelelő hiányt jelent e körben. A tavalyi év során szinte végig az előirányzott szint időarányos részét meghaladó volt a hiány alakulása, ezt a tendenciát csak rendkívüli év végi intézkedésekkel sikerült a Pénzügyminisztérium által várt szintre leszorítani.

Az állami költségvetés bevételi oldalán az áfa-visszatérítések lassítását okozta az áfaellenőrzés szigorításának elrendelése. Az intézkedés hatására a törvényben előírt 45 napos visszautalási határidőn belül az APEH nem utalta vissza azoknak az áfaalanyoknak a forgalmi adót, akik európai uniós áfaadószámmal rendelkeznek. Becslésünk szerint a GDP 0,6 százalékát is elérhette az intézkedés hatása, ennyivel mutathat az év közben érzékelhető folyamatoknál kedvezőbb pozíciót a 2004. december 31-i pénzforgalmi nettó áfa-bevételi tényadat. Természetesen ez a hatás auto-

matikusan javítja a pénzforgalmi egyenleget is, amely hatás nélkül a GDP közel 7 százaléka körüli értéknél lett volna.

Novemberi előrejelzésünkhöz képest a vártnál magasabb bevételt realizált a költségvetés a társasági adó-bevételeknél. A társaságiadó-bevételi többlet tartós hatású folyamatra is utalhat, de ezt pontosabban megítélni csak a társasági közgyűléseket követően lehet, amikor kiderül, hogy milyen mértékű volt a tavalyi év végi adótúlfizetés.<sup>24</sup>

Az előző előrejelzésünkhöz képest elmaradás volt tapasztalható a lakossági jövedelemadóknál és a társadalombiztosítási járulék-befizetéseknél. Ezt 2005 szempontjából tartós hatású folyamatnak tekintjük, a tavalyi év során ennek kockázatát már érzékeltük.<sup>25</sup>

Az állami költségvetés kiadásai összességében a novemberi alap-előrejelzésünknek megfelelően alakultak. A kiadások 2004. évi alakulásából adódik néhány olyan következtetés, amelyekre az előrejelzési horizonton fokozott óvatosságra int.

Tavaly tavasszal a kormány kiadáscsökkentő intézkedéseket léptetett életbe. A kiadási előirányzatok 2004. évi teljesülései arra utalnak, hogy a kormányzatnak a központi költségvetési körben volt akkora mozgástere, hogy kikényszerítse az elhatározott kiadás-visszafogást a költségvetési intézményeknél, fejezeteknél. Ugyanakkor, figyelmeztető jel, hogy a december hónapokban szokásosan bekövetkező kiadásnövekedés lényegesen elmaradt a korábbi évek átlagától. Ez arra is utalhat, hogy az intézmények és fejezetek kiadásaik egy részét a következő évre vitték át, a pénzmaradvány-állomány növelésén keresztül. Mindez egyfelől növeli a 2005-ös hiánycél túllépésének kockázatát, másfelől arra utalhat, hogy a további rendkívüli kormányzatikiadás-csökkentési progra-

<sup>23</sup> Állami költségvetés: központi költségvetés, társadalombiztosítási alapok, elkülönített állami pénzalapok együttesen, a helyi önkormányzatok nélkül.

<sup>24</sup> Erre adataink csak az augusztusi jelentés készítésekor lesznek.

<sup>25</sup> Lásd a novemberi jelentés 56. oldalán a 2004. évi GFS- és ESA-hiány-előrejelzésünk bizonytalansági tényezői című táblázat harmadik sorát.

mok mozgástere 2004 során beszűkült, a tavaly tavasszal elhatározott nettó kiadásmegtakarítás egy része feltehetőleg 2005-ben effektív kiadást jelenthet.

A helyi önkormányzatok előzetes pénzforgalmi hiánya február elején még csak a gyorsjelentések alapján ismert. A gyorsjelentések alapján összeállított hiányszámok még sok bizonytalanságot tartalmaznak, például az értékesített vagyonelemekből mekkora rész minősül privatizációs bevételnek a statisztikák szerint. Várakozásaink szerint az alrendszer hiánya a GDP 0,1 százaléka körül alakulhatott. Ha várakozásaink beigazolódnak, akkor az államháztartás pénzforgalmi hiánya a GDP 6,4 százaléka volt 2004-ben.

A GFS- és ESA-deficit közötti eredményszemléletű korrekcióra, a nagyfokú módszertani bizonytalanság miatt, teljesen pontos elszámolást még nem lehet készíteni. Az áfa-visszatérítésekre adott feltevésünk alapján a korábban feltételezett korrekció mértékénél a GDP 0,3 százaléka alacsonyabb korrekció adódik. Így 2004-re a GDP 1,1 százaléka körüli korrekció lehet az ESA és a GFS-egyenlegek között.

Az eredményszemléletű (ESA-) hiány elszámolásánál bizonytalanságot jelent, hogy 2005. január–február hónapokban hogyan alakulnak a pénzforgalmi áfa-visszatérítések. A pénzügyi kormányzatnak mozgástere van abban, hogy az áfa-visszatérítések január–február havi ütemezésével az ESA-hiány szintjét átmenetileg eltérítse a folyamatokból adódó hiányszinttől.<sup>26</sup> Ez a hiánykategória tehát rendkívül érzékeny arra, hogy a 2005. január–február havi áfa-visszatérítések dinamikája

hogyan alakul, február végén mekkora lesz a lejárt határidejű áfa-visszatérítés állománya. Az ESA jelenleg ismert hazai módszertana szerint számított deficit – feltételezve, hogy 2005 első két hónapjában nem lesz rendkívüli kormányzati beavatkozás az áfabevételek és -visszatérítések alakulására – a fentiek alapján a GDP 5,3 százaléka körüli szinten várható 2004-re.

A 2004. évi fiskális keresletszűkítő hatásra vonatkozó becslésünk csökkent előző inflációs jelentésünkhöz képest. Mostani becslésünk szerint az állami kereslet visszafogása a GDP 0,4 százaléka körül alakulhatott 2004-ben (azaz a GDP 0,3 százalékaival lazább fiskális pályával számolunk most, mint novemberben). Becslésünk változása részben technikai jellegű, mivel a nyugdíjreform hatásánál most – saját becslés helyett – áttértünk a KSH által számított korrekció figyelembevételére.<sup>27</sup>

A kvázi-fiskális beruházások szintje előreláthatólag kissé magasabb volt 2004-ben az általunk novemberben gondoltnál, ami további 0,1 százalékponttal mérsékelte a 2004-re korábban becsült fiskális keresletszűkítő hatást.

### IV. 2. 2. A 2005-re várható fiskális egyensúly

A 2005. évi költségvetés tervezésekor már látható volt, hogy a 2004. évi módosított hiánycél is nehezen lesz tartható. A 2004. végén hozott év végi kormányzati beavatkozások tovább nehezítik az idei hiánycél elérését, az intézkedések részben a 2005. évi fiskális feszültségek felhalmozódásával járnak.

<sup>26</sup> A jelenlegi hivatalos módszertan szerint, az ESA-hiány-korrekciók egyik komponense az áfa. Az eljárás abból áll, hogy a 2005. január–február havi áfa-visszatérítések és a januári áfabevételek a 2004-es ESA-deficitet érintik oly módon, hogy az év első havi áfabevételét átkönyvelik az előző évre, az áfa-visszatérítések esetében viszont az első kéthavi visszatérítés összegével korrigálják az előző évet.

<sup>27</sup> A nyugdíjreform hatásának meghatározására több alternatíva kínálkozik. Egyik lehetséges módszer a magánnyugdíjpénztárak mérlegei alapján a pénztárakba beáramló tagdíjak, valamint a felhalmozott vagyonton realizált hozamának együttes összegét csökkentjük a magánnyugdíjpénztárak kiadásaival. (Véleményünk szerint ez a megközelítés felelne meg az EUROSTAT által alkalmazott statisztikai elszámolásnak). Másik lehetséges módszer annak megállapítása, hogy a nyugdíjbiztosítási pénztár bevételeiből mennyi járulék esett ki a magán-nyugdíjpénztári tagoktól ténylegesen beszedett járulékösszeg alapján.



Alap-előrejelzésünk szerint a 2005. évi 4,7 százalékos ESA-hiánycélja, további egyenlegjavító évközi intézkedések nélkül előreláthatólag nem teljesül. Ilyen intézkedések nélkül a GDP arányában az idei évre 5,3 százalékos ESA-hiány kialakulását valószínűsítjük.

Ha figyelembe vesszük, hogy átmenetileg, 2006-ig az 1997. évi nyugdíjreform hatása statisztikailag elszámolhatóvá válik, akkor az idei évre ennek figyelembevételével becsült, ún. nemzeti definíció szerinti hiánymutató a GDP 4,4 százaléka lesz.

Előrejelzésünk a GDP 0,2 százalékpontjával alacsonyabb annál, amit a novemberi jelentésben jeleztünk. Ennek fő oka, hogy a direkt adóbevételekre vonatkozó prognózisunkat felfelé módosítottuk, továbbá a hozamgörbe időközbeni csökkenése miatt kamatkiadás prognózisunk alacsonyabb lett. Alap-előrejelzésünk készítésekor a költségvetési törvényben meghatározott ún. kiadási tartalék végleges zárolását feltételeztük a központi költ-

ségvetési előirányzatoknál, hasonlóan a novemberi jelentéshez.

Alap-előrejelzésünket nagymértékben határozza meg az a feltevésünk, hogy a 2004. év végén tapasztalt áfa-visszatérítések lassítása 2005 végén, illetve 2006 első negyedévében nem ismétlődik meg, tehát az áfa-visszatérítések az idei év során visszaállnak az adótörvényben előírt határidőn belülre. Pénzforgalmilag feltevésünk azt jelenti, hogy függetlenül attól, hogy idén az első negyedévben hogyan alakul a 2004-ben felhalmozódott áfa-visszatérítési kötelezettségállományának leépítése, az teljes egészében a 2005. évi nettó pénzforgalmi áfabevételt érinti. Eredményszemléletben azonban bonyolultabb a helyzet. Mivel most még nem látható, hogy a tavalyról áthúzódó visszatérítéseket teljes egészében visszautalja az adóhivatal február végéig, illetve az, hogy a szigorított adóellenőrzés keretében folytatódik-e tovább a visszatérítések lassítása (azaz a tavalyról áthozott áfa-visszatéríté-

## IV-5. táblázat

**2005. évi előrejelzésünk eltérése az elfogadott költségvetési előirányzatoktól**  
(pénzforgalmi szemléletben, a GDP százalékában)

|                                        | Eltérés a GDP százalékában |
|----------------------------------------|----------------------------|
| <b>I. Bevételek (1+2+3)</b>            | <b>+0,6</b>                |
| 1. Direkt adók                         | -0,1                       |
| 2. Indirekt adók                       | -0,7                       |
| 3. Egyéb bevételek                     | +1,4*                      |
| <b>II. Elsődleges kiadások (4+5)</b>   | <b>+1,2</b>                |
| 4. Elsődleges kiadások                 | +1,1*                      |
| 5. Kiadási tartalék hatása             | +0,1                       |
| <b>III. Elsődleges egyenleg (I-II)</b> | <b>-0,6</b>                |
| 6. Kamategyenleg                       | -0,0                       |
| 7. A folyóáras GDP különbsége          | -0,1                       |
| <b>Eltérések összesen (III.+6+7)</b>   | <b>-0,7</b>                |

\* Ez a két tétel technikailag összefügg, eredő hatásuk számút; l. a szövegben.



sek állománya fennmarad, vagy esetleg még tovább halmozódik), ezért alap-előrejelzésünk azt a feltevést tartalmazza, hogy az áthúzódott kötelezettségek felét fizeti vissza az adóhivatal február végéig, a többit pedig az év hátralévő részében. E feltevés szerint a tavaly év végén felhalmozódott visszatérítési kötelezettség fele (a GDP mintegy 0,3 százaléka) a 2005. évi folyamatokból adódó ESA-hiány romlásában jelentkezik majd.

A IV-5. táblázatban foglaltuk össze a 2005. évi alap-előrejelzésünk főbb eltéréseit az elfogadott költségvetési törvényben található előirányzatokhoz képest. Mint látható, az eltérés pénzforgalmi szemléletű hiány szintjén megközelíti a GDP 0,7 százalékát amelynek döntő többsége az elsődleges egyenleg szintjén jelentkezik.

A költségvetés főbb bevételeit meghatározó adónemeknél a GDP közel 0,8 százalékával alacsonyabb bevételt várunk 2005-ben, mint ami a költségvetési törvényben szerepel. Ebből az eltéréstől a GDP 0,3 százalékpontja körüli különbséget az áfa-visszatérítéshez kötődő feltevésünk magyaráz, azaz ez az eltérés az indirekt adóknál nem csupán a 2005. évi folyamatokhoz kötődik. Az egyszerűsített vállalkozói adóból származó befizetések tavaly korábban nem várt ütemben növekedtek, továbbá decemberben jelentősen bővült az ebbe a körbe tartozó adóalanyok köre. Így a társasági adó és az egyszerűsített vállalkozói adó bevételi prognózisunkat emeltük a novemberi előrejelzésünkhöz képest (mindkét adónemnél a törvényi előirányzatot meghaladó szintre), a személyi jövedelemadóira valamint a társadalombiztosítási járulékokra vonatkozó alap-előrejelzésünk viszont elmarad a költségvetésben előirányzott szinttől.

Az egyéb bevételeknél látható jelentős többlet annak következménye, hogy a költségvetési szervek és intézmények saját bevételei már 2004-ben meghaladták azt a bevételi szintet, amelyet az elfogadott 2005. évi költségvetési törvény tartalmaz.

Előrejelzésünk a törvényben előírt bevételnövelési dinamikával számolt. Az ilyen típusú többletbevételek csak kismértékben javítják a költségvetés egyensúlyát (becslésünk szerint a GDP 0,1-0,2 százalékával), mivel a saját bevételek meghatározó hányada automatikusan többletkiadást jelent a szerveknél és az intézményeknél. Ez utóbbit tartalmazza az előirányzottnál magasabb kiadási szint az elsődleges egyenlegben (4-es tétel a IV-5. táblázatban).

Kiadási oldalon összességében minden olyan kiadási jogcímnél, amely fölött a pénzügyi kormánzatnak kontrollja van, az eddigi gyakorlatnak megfelelően elfogadtuk, hogy ezek a költségvetési előirányzatok betarthatóak lesznek. A nyílt végű kiadásokra saját becslést készítettünk, a nyugdíj- és gyógyszerkiadási előrejelzésünk együttesen a GDP 0,1 százalékával tartalmaz magasabb kiadást, mint a törvényi előirányzatok.

A költségvetési törvényben tavaly létrehozott mintegy 100 milliárd forintos kiadási tartalék közel teljes hiánycsökkentő hatásával számoltunk. Kivételt képez annak helyi önkormányzatokra jutó kis része: úgy látjuk, hogy az önkormányzatoknak átengedett szja-bevételek egy részének zárolása az alrendszerénél magasabb hiányszint kialakulását eredményezheti (lásd a IV-5. táblázat 5. tételét).

A kamategyenleg-előrejelzésünket a korábban is alkalmazott technikai szabályok szerint készítettük el, adott hozamgörbe és kibocsátási szerkezet alapján. Kamategyenleg-előrejelzésünket a február elejei hozamgörbe felhasználásával, valamint az ÁKK Rt. aktualizált finanszírozási terve alapján készítettük el. Számításaink szerint a költségvetés pénzforgalmi kamategyenlege kismértékben (a GDP 0,04 százalékpontjával) lehet magasabb, mint a törvényben található előirányzat.

A pénzforgalmi (GFS-) és az ESA-hiány közötti 2005-ös korrekciók alapján technikai becslést készítettünk, amely a GDP 0,2 százalékpontja körüli

értékben javíthatja az ESA-deficit szintjét a GFS-egyenleghez képest.<sup>28</sup>

A 2005-ös hiány éven belüli lefutását nagyban befolyásolja, hogy a kiadási előirányzatok fölötti központi kontroll növelése érdekében a 2005. évi költségvetési törvény új rendelkezést tartalmaz.<sup>29</sup> Az intézkedés hatása a kiadások szezonálisának megváltozásán keresztül is jelentkezik, a hiány évközi lefutása a korábbi évekhez képest simítottabb lehet. Ezért az idei évközihiány-alakulás összevetése a korábbi évek hiánylefutásával csak az új intézkedés hatását figyelembe véve ad helyes képet a fiskális folyamatokról.

A *fiskális keresleti hatásra* vonatkozó becslésünk szerint, idén a költségvetés semleges körüli hatással lesz az aggregált keresletre (+0,1 százalék). Novemberi előrejelzésünkkel még 0,3 százalékpontos keresletbővítést jeleztünk előre. Az eltérés alapvetően annak következménye, hogy a 2004. évi keresleti hatásra vonatkozó előrejelzésünk változott (lazult a

fiskális kiigazítás mértéke), s mivel a keresletihatás-mutatószám a kereslet változását jelzi, a bázishatás miatt a 2005. évi becslésünk is módosult.

## *Idei hiány-előrejelzésünk bizonytalansága*

Mindazokat a kockázati tényezőket, amelyek az autonóm gazdasági- és fiskális folyamatokból láthatóak, az alábbiakban foglaljuk össze.

Mint látható, a kockázatok eloszlását aszimmetrikusnak érzékeljük egy, az alappályánál nagyobb 2005-ös hiány irányába.

A magasabb hiányszint kialakulása irányába mutató kockázatok közül kiemelhető a 2004-ről áthozott pénzmaradvány összegre vonatkozó rendelkezéshez társítható kockázatok mértéke. A 2004. évről ez évre áthozott pénzmaradványok összege magasabb, mint amekkora 2004. elején a nyitó pénzmaradvány-állomány volt. A kormány a pénzmaradvány-állomány leépítésének kockázatát kezelendő,

## IV-6. táblázat

**A 2005. évi ESA-hiány-előrejelzésünk főbb bizonytalansági tényezői**

**(a GDP százalékában)**

| ESA-deficit – alap – előrejelzése: –5,3 százalék                                |             |                                                                               |             |
|---------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Direkt adóbevételek az alap-előrejelzésben feltételezetténél magasabbak lesznek | +0,2        | Egyes nyílt végű kiadások vártnál nagyobb növekedése                          | –0,1        |
| A tervezettnél alacsonyabb lesz az EU-támogatások társfinanszírozás             | +0,1        | A társasági adóbevételek elmaradnak a várttól                                 | –0,1        |
| Önkormányzatok pénzforgalmi hiánya alacsonyabb lesz                             | +0,1        | Az önkormányzatok beruházási kiadásai a vártnál nagyobbak lesznek             | –0,1        |
|                                                                                 |             | A pénzmaradványok állományára hozott új intézkedés csak részben lesz effektív | –0,4        |
|                                                                                 |             | A forgalmi és jövedéki típusú adóknál bevétel kiesés                          | –0,2        |
| <i>Kedvező fiskális folyamatok hatása az egyenlegre</i>                         | +0,4        | <i>Kedvezőtlen fiskális folyamatok hatása az egyenlegre</i>                   | –0,9        |
| <b>Kedvező esetben adódó ESA-hiány</b>                                          | <b>–4,9</b> | <b>Kedvezőtlen esetben adódó ESA-hiány</b>                                    | <b>–6,2</b> |

<sup>28</sup> Tudomásunk van arról, hogy a Pénzügyminisztérium az áfa-visszatérítések eredményszemléletű elszámolása módszertanának megváltoztatását tervezi. Amennyiben ez megtörténik, és ezt az Eurostat tudomásul veszi, akkor önmagában emiatt 2005-ös ESA-hiány-előrejelzésünk a GDP néhány tízed százalékával kisebb, egyúttal a 2003-as ESA-hiány adat viszont magasabb lehet jelentésünkben bemutatotthoz képest. A GFS- és SNA-hiány illetve a becslött keresleti hatás mutatók nem változnának.

<sup>29</sup> A költségvetési szervek és fejezetek a törvényben biztosított kiadási előirányzataik – bérekkel és bérköltségekkel csökkentett részének – 35 százalékát költethetik el az év első hat hónapjában. Ha ez az intézkedés az első félévben effektívnek bizonyul, akkor az intézkedés hatására megnő a kormányzat mozgástere évközi egyensúlyt javító intézkedések végrehajtására.

intézkedést épített be a költségvetési törvénybe. Az új szabály kimondja, hogy a költségvetési szervek és fejezetek pénzmaradvány-állománya nem lehet alacsonyabb az év végén, mint amekkora az év eleji nyitóállomány volt. Az intézkedés végrehajtása jelentős kockázatokat hordoz, mivel feltehető, hogy a költségvetési szervek és fejezetek egy részénél a fennálló kötelezettségek miatt nem lehet biztosítani azt, hogy az intézkedés effektív legyen. E kockázatot fokozza, hogy a pénzmaradvány-állomány egy részének felhalmozódása vélhetően nem szándékolt magatartás következménye volt, hanem bizonyos bevételek az év végén folytak be a költségvetési szervekhez. Így azok elköltésére már nem volt módjuk a költségvetési szerveknek a tavalyi év végén, attól függetlenül, hogy kötelezettségekkel terhelt bevételekről volt szó, pl. az UMTS-koncesszióból<sup>30</sup> származó december havi bevétel.

#### IV. 2. 3. A 2006-ra tervezett hiánycsökkentés és annak bizonytalansága

Mivel 2006-ra nem rendelkezünk elfogadott költségvetéssel, illetve részleteiben kidolgozott költségvetési törvényjavaslattal, ezért 2006-ra egy ún. normatív (feltételes) és egy kockázatalapú (a léte-

ző determinációkat számszerűsítő) pályát is készítettünk, ugyanúgy, mint a tavaly novemberi inflációs jelentésünkben. A kockázatalapú előrejelzésünk készítésének célja most is az, hogy a jelenleg látható determinációk figyelembevételével olyan alternatív pályáról adjon képet, amely megmutatja, további intézkedések (főképpen a 2006. évi költségvetés) nélkül hogyan alakulna a jövő évi költségvetési egyensúly. A feltételes előrejelzés képezi a jelentés alappályáját, a kockázatalapú előrejelzésünk és a normatív pálya közötti differencia pedig a megcélzott hiánycsökkenés elérésének számszerűsíthető kockázatát érzékelteti.

Az alap-előrejelzésben szereplő normatív pályánk azon a feltételezésen alapul, hogy az ESA-deficit szintje 2006-ban a kormány által deklarált évi 0,6 százalékpontos hiánymérséklő pálya mentén halad. A determinációk alapján felvázolható pálya egyrészt bizonyos 2005. évi rendkívüli befizetések kiesését tartalmazza, másrészt a már bejelentett kormányzati lépések tartós hatását számszerűsíti. A 2005. évi hiányszintet javító egyszeri bevételt jelent a már megépített autópálya szakaszok értékesítése, a MOL rendkívüli befizetése a gázkompenzációs alapba, valamint a pénzügyi intézetek rendkívüli társaságiadó-befizetési kötelezettsége. Tartós hatású

#### IV-7. táblázat

A feltételezett és a determinációk alapján adódó 2006-os hiányszintek  
(a GDP százalékában)

|           | 1                      | 2                           | 1-2                                        |
|-----------|------------------------|-----------------------------|--------------------------------------------|
|           | Hiány szintje 2006-ban |                             | Intézkedésekkel nem fedezett determinációk |
|           | Determinációk hatása   | Alap-előrejelzés (feltevés) |                                            |
| GFS-hiány | -6,4                   | -4,5                        | -1,9                                       |
| ESA-hiány | -6,6                   | -4,7                        |                                            |

<sup>30</sup> A harmadik generációs mobiltelefon-frekvenciák koncesszióba adása. Az Eurostat döntése értelmében a beérkezett koncessziós bevételeket egy összegben el kell számolni a koncesszióba adás évében. (A keresletihatás-beclés és az ún. kiegészített SNA típusú hiánymutató számításakor az időszak egészére szétterítjük a koncessziós bevételeket.)

determináció a tételes egészségügyi hozzájárulás megszüntetésének egész éves hatása, valamint a nyugdíjak indexálása és – az adott hozamgörbe mellett várható – kamategyenleg javulása.

A normatív és a determinációk hatását tükröző pályára 2006-os eltérése a pénzforgalmi egyenleg szintjén – a 2005-ös alap-előrejelzésének teljesülése esetén – 2006-ban tovább a GDP 1,9 százalékát kitevő fiskálisegyensúly-javító intézkedés szükségességét jelzi.

A kockázatalapú pálya részleteit tekintve, ezen scenárió a tételes egészségügyi hozzájárulás 2006. évi teljes megszüntetésével számol (alapértelmezésben az év elejétől), valamint a nyugdíjkiadásoknál teljes 13. havi nyugdíjkifizetést tartalmaz.

Kockázatalapú pályánk a GFS-egyenleg szintjén a GDP 0,5 százaléka körüli addicionális beruházási kiadás-növekedéssel számol a központi költségvetésnél, az Európai Unióval a beruházási kiadásokról kötött megállapodásra tekintettel.<sup>31</sup> Számításaink szerint 2005-ben, a költségvetési előirányzatok teljesülése esetén a beruházások szintje

nem biztosítja a fent említett megállapodás teljesítését. Ezért becslésünk szerint a 2006. évi költségvetés kiadási oldalán legalább a GDP 0,5 százaléka körüli beruházási kiadási többletet kell előírni az idei évhez képest.

Mivel a NATO-kötelezettségek teljesítése az elmúlt években nem volt effektív, ezért a korábban vállalt GDP-arányos kötelezettségek teljesítésével nem számoltunk kockázatalapú pályánk számszerűsítésekor.

Megjegyezzük, hogy a számszerűsíthető determinációkon felül további kockázatok is érinthetik a 2006-os költségvetési évet, például a 2005. évi költségvetési törvény rendelkezése úgynevezett pénzmaradvány-állomány 2005. év végi képzéséről. A pénzmaradványok magas állománya akkor okozhat feszültséget a fiskális pályában, ha a feltételezett költségvetési kiigazítás a költségvetési szervek kiadásai szintjének további csökkentésén keresztül valósulna meg. Erre a feltételes esetre a költségvetési szervek a kötelezettségekkel terhelt pénzmaradványaik elköltésével reagálhatnak, ami a hiány növekedését jelentené.

<sup>30</sup> A megállapodás értelmében három év átlagában Magyarországnak teljesítenie kell az előírt területeken (környezetvédelem, közlekedés stb.) a költségvetési kiadásokra minimálisan meghatározott GDP-arányos szintet. A megállapodás azt célozza, hogy a csatlakozó országok ne az EU-forrásokra támaszkodva hajtsák végre költségvetési kiigazításukat, kiadásaik visszafogása révén, hanem az EU-tól származó többletforrások valóban addicionális forrásokat jelentsenek az új tagországok számára.

## IV. 3. A külső egyensúly alakulása

A harmadik negyedévben a folyó fizetési mérleg hiánya 1,73 milliárd euró volt, míg a tökemérleg 170 millió eurós többletet mutatott. Az adatrevíziókat figyelembe véve az első három negyedévben a folyó fizetési mérleg kumulált hiánya megfelel annak, amivel az előző jelentésben számoltunk. A külső finanszírozási folyamatok értékelését jelentős mértékben megnehezíti, hogy az EU-csatlakozást megelőzően a vállalati szektor – azon termékek körében, melyek importterhe az EU-n belül magasabb – megnövelte importját, és jelentős készletállományt halmozott fel. Ennek hatására az import az első negyedévben gyorsabb, ezt követően pedig lassabb ütemben bővült, mint az a fundamentális folyamatokból következne. A fenti hatással korrigált, szezonálisan igazított GDP-arányos külső finanszírozási igény a harmadik negyedévben 9,5 százalék fölé emelkedett.

A külső finanszírozási igény szintje továbbra is a konszolidált államháztartás magas finanszírozási igényével áll összefüggésben. Az import-áfa-kiesést és az adóellenőrzések miatt a szokásosnál

alacsonyabb áfa kifizetések hatását korrigáló, eredményszemléletű államháztartási hiányadatokat vizsgálva kiderül, hogy 2004-ben a szektor nettó finanszírozási igénye nem mérséklődött érdemben.

A háztartások szezonálisan igazított nettó pénzügyi megtakarítása a harmadik negyedévben a vártak megfelelően a GDP 2 százaléka növekedett. A nettó finanszírozási képesség emelkedése szinten maradó eszköz bővülés és csökkenő mértékű hitelfelvétel mellett következett be. A nettó pénzügyi megtakarítások növekedése azonban számottevően lassult. A szezonálisan igazított hitelfelvétel csökkenése mellett a devizaalapú hitelek részaránya tovább emelkedett.

A folyó fizetési mérleg eredményszemléletű kamatszámolásával összhangban az államháztartási szektor kamategyenlegét is eredményszemléletben vettük figyelembe.

A vállalati szektor viselkedését az államháztartással összhangban, eredményszemléletben vizsgáltuk. Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import torzító hatását korrigálva a szektor szezonálisan

### IV-8. táblázat

A folyó fizetési mérleg és a szektorok finanszírozási helyzete  
(GDP arányában, százalék)

|                                       | 2001    | 2002 | 2003 | 2004        | 2005 | 2006 |
|---------------------------------------|---------|------|------|-------------|------|------|
|                                       | Becslés |      |      | Előrejelzés |      |      |
| I. Államháztartás                     | -5,2    | -9,2 | -8,8 | -8,2        | -8,3 | -7,5 |
| II. Magánszektor (=I+II)              | -0,5    | 2,3  | -0,2 | -0,3        | 0,2  | 0,3  |
| 1. Háztartások                        | 5,2     | 2,6  | 0,1  | 1,9         | 2,4  | 2,6  |
| 2. Vállalatok                         | -5,7    | -0,4 | -0,3 | -2,2        | -2,2 | -2,3 |
| Külső finanszírozási képesség (=I+II) | -5,6    | -6,9 | -9,0 | -8,6        | -8,0 | -7,2 |
| Folyó fizetési mérleg egyenlege       | -6,3    | -7,2 | -9,0 | -8,9        | -8,7 | -8,0 |
| – milliárd euróban                    | 3,6     | 5,0  | 6,6  | 7,2         | 7,7  | 7,6  |

igazított nettó finanszírozási igénye a harmadik negyedévben tovább növekedett, ami összhangban van a GDP-statisztika szerint dinamikus beruházási keresletnövekedéssel. A felhalmozási kiadások gyorsabb növekedésével párhuzamosan a szektor finanszírozásában 2004 első három negyedévében egyre hangsúlyosabb szerepet kaptak a közvetlentőke-befektetések.

Az államháztartás finanszírozási igényének enyhe mérséklődése és a magánszektor nettó finanszírozási igényének kismértékű növekedése mellett 2004-ben az ország GDP-arányos külső finanszírozási igénye várhatóan csak 0,4 százalékponttal csökken. A folyó fizetési mérleg hiánya az előző jelentésben jelzett szinthez közeli, GDP-arányosan 8,9 százalékos szint körül alakulhat, ami 7,2 milliárd eurós hiánynak felel meg.

2005-ben a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye a jelenleg rendelkezésünkre álló információk szerint szinten maradhat. A felhalmozási kiadások lassuló bővülése mellett a vállalati szektor GDP-arányos nettó finanszírozási igénye várhatóan nem nő tovább, a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása pedig mérsékelten emelkedhet. A külső finanszírozási igény GDP-arányosan közel 0,6 százalékponttal mérséklődhet, ami a tőkemérleg többletének növekedése mellett a folyó fizetési mérleg hiányának 7,7 milliárd euróra történő emelkedését jelentheti.

2006-ban a külső finanszírozási igény csökkenésének feltétele a teljes államháztartás szintjén megszorító költségvetési politika, a magánszektor finanszírozási képessége GDP-arányosan várhatóan szinten marad.

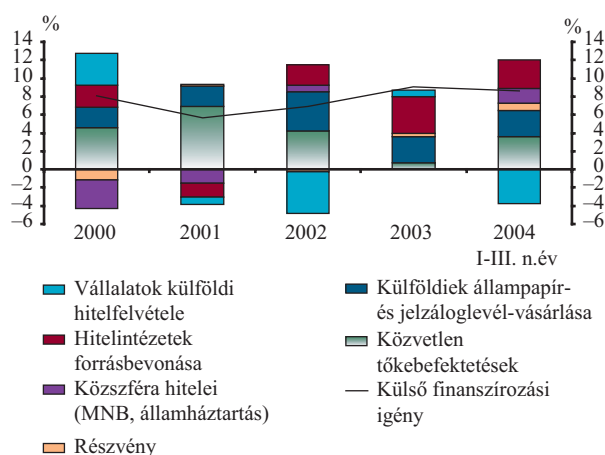
## A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása

2004 harmadik negyedévében a külső finanszírozás szerkezete a kockázati megítélés szempontjából kedvező irányba mozdult el. A nettó

működőtőke-beáramlás meghaladta az 1,2 milliárd eurót, a nem adósságjellegű finanszírozás folyó fizetési mérleghez viszonyított aránya 70 százalék fölé emelkedett. Az év első kilenc hónapjában ez az arány 40 százalék fölötti, ami a 2003-as jelentős működőtőke-kiáramlást figyelembe véve is számottevő növekedést jelent az előző év azonos időszakához képest. A közvetlentőke-befektetések dinamikus növekedésében azonban a harmadik negyedévben szerepet játszott az újrabefektetett jövedelmek – becsült, és többek között elszámolás-technikai okokból – kiugró mértékű növekedése is.

## IV-4. ábra

A finanszírozás szerkezetének összetétele  
(GDP százalékában)



Az adóssággeneráló finanszírozáson belül a külföldiek a második negyedévben tapasztalt eladási hullám után a harmadik negyedévben kedvezőbbé váló nemzetközi befektetési hangulat következtében jelentős mértékben növelték állampapír-állományukat. A növekvő működőtőke-beáramlással és külföldi eszközvásárlásokkal párhuzamosan a magánszektor hiteljellegű nettó külföldi adóssága számottevően mérséklődött. A vállalati szektor nettó külföldi hitelállománya 1,3 milliárd euróval csökkent, a bankrendszer nettó külföldi adóssága pedig a második negyedévi számottevő növekedés után gyakorlatilag szinten maradt.

## IV-9. táblázat

A külső finanszírozási igény alakulása  
(millió euró)

|                                                 | 2003     |       |       |       | 2003  | 2004     |       |       |
|-------------------------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                                                 | I.       | II.   | III.  | IV.   |       | I.       | II.   | III.  |
|                                                 | negyedév |       |       |       | év    | negyedév |       |       |
| 1. Külső finanszírozási igény                   | -1650    | -1806 | -1407 | -1745 | -6608 | -1758    | -1797 | -1559 |
| 1.1 A folyó fizetési mérleg egyenlege           | -1559    | -1815 | -1419 | -1783 | -6576 | -1695    | -1878 | -1729 |
| 1.2 Tőkemérleg egyenlege                        | -91      | 9     | 12    | 38    | -32   | -63      | 81    | 169   |
| 2. Finanszírozás                                | 4336     | 194   | 1605  | 1005  | 7140  | 1624     | 2199  | 1527  |
| 2.1 Közvetlentőke-befektetések                  | -194     | 266   | 20    | 470   | 562   | 410      | 513   | 1219  |
| 2.1.1 Működőtőke-befektetések külföldön         | -481     | -158  | -68   | -750  | -1457 | -251     | -99   | 45    |
| 2.1.2 Működőtőke-befektetések Mo-n              | 286      | 423   | 89    | 1220  | 2018  | 661      | 611   | 1174  |
| 2.2 Konszolidált államházt. hitelforg.          | 1563     | -208  | 1166  | -136  | 2385  | 905      | 91    | 1354  |
| 2.2.1 MNB-hitelforgalom                         | -116     | -541  | -771  | -421  | -1849 | -738     | -25   | -60   |
| 2.2.2 Kormányzati hitelforgalom (á.papír nélk.) | 951      | 70    | 1076  | 415   | 2512  | 861      | 691   | 450   |
| 2.2.3 Külföldiek állampapír-vásárlása           | 728      | 264   | 861   | -130  | 1722  | 781      | -575  | 964   |
| 2.3 Magánszektor nettó tőkebevonása             | 2923     | 44    | 321   | 642   | 3930  | 166      | 1559  | -1057 |
| 2.3.1 Hitelintézetek forrásbevonása             | 2642     | -168  | 390   | 349   | 3214  | 314      | 1938  | 107   |
| 2.3.2 Portfólióbefektetések (részvény)          | 208      | 39    | 148   | -173  | 223   | 326      | 98    | 95    |
| 2.3.3 Vállalatok külföldi nettó hitelfelvétele  | 73       | 173   | -217  | 465   | 494   | -475     | -477  | -1259 |
| 2.4 Tévedések és kihagyások egyenlege           | 45       | 92    | 98    | 29    | 263   | 143      | 37    | 11    |
| 3. Nemzetközi tartalékok változása (1+2)        | 2686     | -1611 | 198   | -740  | 532   | -133     | 402   | -32   |

## IV. 4. A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése

A 2004-es év végének inflációs folyamatairól megállapíthatjuk, hogy a fogyasztóiár-index tavaly év végi csökkenésének mértéke mind a piaci elemzőket, mind az MNB-t meglepetésként érte. Míg a monetáris politika számára releváns hosszabb távú, éven túli horizonton az MNB a Reuters elemzői átlagánál pontosabban jósolta meg a várható inflációt, addig éven belül a piaci elemzők előrejelzéseinek konszenzusa rendelkezett kisebb átlagos hibával.

A korábbi évek gyakorlatának megfelelően az idén is elvégeztük a múlt év végi inflációra adott előrejelzéseink értékelését.<sup>32</sup> Előrejelzési teljesítményünket ez alkalommal is alapvetően két dimenzióban igyekszünk bemutatni: egyrészt megvizsgáljuk, hogyan teljesítettek az MNB előrejelzései a Reuters által megkérdezett piaci elemzők előrejelzéseéhez képest, másrészt előrejelzési hibánkat igyekszünk szétválasztani a technikai (árfolyam, olajárak), illetve exogén (feldolgozatlan élelmiszer és szabályozott árdinamika) tényezők által okozott hibára illetve az ezen változók által nem magyarázható előrejelzési hibára. Ez utóbbi szempont esetében összehasonlítási alapként a 2003 decemberére adott előrejelzéseink hasonló dekompozícióját használtuk.

Mielőtt a konkrét eredményeket értékelnénk, ismételten felhívjuk a figyelmet, hogy az MNB által adott előrejelzések feltételes előrejelzések, így a piaci elemzők – feltétel nélküli – előrejelzéseivel csak meglehetősen korlátozott mértékben összehasonlíthatók.

*Az MNB előrejelzési teljesítménye, összehasonlítva a Reuters-felmérésben szereplő elemzőkével*

Összehasonlításunkba csak attól az időponttól kezdve vettük be az előrejelzéseket, amikor már mind a két elemzői kör készített előrejelzést, így az első összehasonlítható prognózisok 2003 januárjában készültek.<sup>33</sup> Az elemzési periódus értékelését megnehezíti, hogy a 2004-es év folyamán lezajlott indirektadó-emelések jelentősen befolyásolták a fogyasztói infláció alakulását. Mivel ezen adómódosítások többsége csak 2003 júliusában vált ismertté, az ezen időpontig készített előrejelzések folyamatosan és jelentékeny mértékben alulbecsülték a tényleges infláció értékét. Ugyanakkor az indirektadó-emelések beépítését követően, mind a jegybank prognózisai, mind a piaci előrejelzések átlaga tartósan a tényinfláció fölé kerültek. Összességében tehát megállapíthatjuk, hogy az indirektadó-emelések ismertté válását követően az elmúlt évben kirajzolódó inflációs pálya mind az MNB, mind pedig a piaci szereplők várakozásai alatt alakult.

Az elkövetett előrejelzési hiba a teljes mintán mindkét elemzői csoport esetében azonos nagyságrendű volt (az átlagos abszolút hiba 0,8-0,8 százalékpont mindkét esetben). Míg az MNB előrejelzései, köszönhetően az indirektadó-sokk megfelelő számszerűsítésének és a prognózisunkba való gyors beépítésének, jellemzően egy évnél hosszabb – a monetáris politika számára releváns – időtávon teljesített kisebb hibával, addig az éven

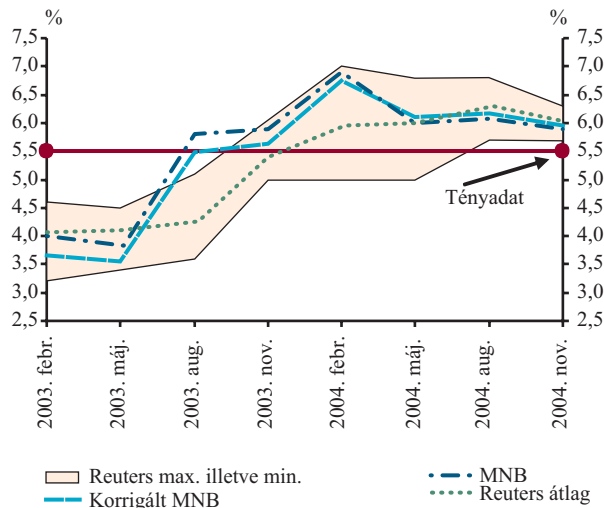
<sup>32</sup> Korábban a 2004. februári jelentésben végeztünk hasonló elemzést, akkor a 2003 végére adott inflációs előrejelzésekre fókuszálva.

<sup>33</sup> Összehasonlítási alapként mindig a jelentés publikálását megelőző hónap Reuters-felmérését választottuk, mivel ennek információs bázisa állhat legközelebb a jegybanki előrejelzéseikéhez.



## IV-5. ábra

Az MNB- és a Reuters-felmérés előrejelzései a 2004. decemberi inflációra\*



\*A korrigált MNB-idősor azt mutatja, hogy mennyi lehetett volna a jegybank előrejelzése, amennyiben technikai feltevésként a Reuters-felmérés konszenzusos árfolyam-várakozásait használtuk volna.

belüli előrejelzésekben átlagosan a piaci konszenzus volt közelebb az év végi tényértékhez. Bár a jegybank éven belüli előrejelzései a monetáris politikai döntések meghozatalában csak a hosszabb távú inflációs folyamatok megítélésének szempontjából fontosak, ám érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy a 2004-es évben elkövetett előrejelzési hibánk jelentős része a 2004. februári prognózisunkhoz volt kapcsolható.

A 2004. februári előrejelzés azért különösen érdekes, mert akkor az előző negyedévhez képest mind a jegybank árfolyamfeltevése, mind a piaci elemzők árfolyam-várakozása közel azonos arányban és számottevően (4 százalékos körüli mértékben) gyengült. Ugyanakkor a piaci elemzők sokkal kevésbé emelték előrejelzésüket 2003. novemberhez képest, mint az MNB, amit a piaci elemzők árfolyam-várakozásai alapján számított ún. korrigált MNB-előrejelzés is mutat: a piac és az MNB-előrejelzés közti eltérés csak kisebb része magyarázható az árfolyamfeltevések eltéréseivel.

Önmagában nézve ugyanakkor az MNB inflációs előrejelzésének 2004. februári emelkedését jórészt

az árfolyamfeltevés gyengülése magyarázza. Tekintve, hogy a piac nem emelte ennyire előrejelzését, ez utalhatna az MNB-ben alkalmazott árfolyam-begyűrűzési mechanizmus (pass-through) problémásságára (azaz gyengébb árfolyam-begyűrűzésre). A helyzet azonban nem ilyen egyszerű, ugyanis a későbbiekben jelentősen erősödött, majd egy erős szinten stabilizálódott a forint. Az árfolyam-begyűrűzés „tényleges” paraméterét illetően a 2004. februári epizód tehát nem sok támpontot ad, hiszen az árfolyam nem maradt tartós a 260-270 forint közötti intervallumban, így nem tudjuk megítélni, hogy valójában mi történt volna egy tartós árfolyamgyengülés, azaz lazább monetáris politika esetén. Sőt az erős forint fényében 2004 későbbi inflációs folyamatai – például az iparcikk-dezinfláció erőssége – éppenséggel nem gyenge, hanem erős árfolyamhatásra utalnak.

Ezt leszámítva előrejelzéseink a piaci konszenzussal megegyezők, illetve a második félévben már fokozatosan alacsonyabbak voltak.

### Az MNB-előrejelzés teljesítményének főbb meghatározó tényezői

Az MNB által adott előrejelzések közel 10 százalékkal nagyobb szóródást mutattak, mint a piaci elemzők prognózisaiból képzett konszenzus. Ez a különbség részben a jegybanki előrejelzéseknél alkalmazott technikai alapfeltevések (árfolyam, olajárak, kormányzati intézkedések) nagyobb variációjából adódott, részben pedig az indirektadó-emelések egy lépcsőben történő beépítése eredményezte. Az előrejelzéseinknél használt főbb exogén változók közül 2003 novemberéig főleg a kormányzati adóintézkedések és az olajárak változása volt jelentős hatással az eredményre, míg ezt követően az árfolyam nagymértékű ingadozása (2003. november és 2004. május között), valamint a világpiaci olajármozgások lettek dominánsak prognózisaink módosításaiban.

## IV-10. táblázat

Az MNB inflációs előrejelzéseiben alkalmazott főbb exogén tényezők változása

|                                  | 2003  |       |                                                  |                                                              | 2004  |                                     |       |       | Tény       |
|----------------------------------|-------|-------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------|-------------------------------------|-------|-------|------------|
|                                  | Feb.  | Máj.  | Aug.                                             | Nov.                                                         | Feb.  | Máj.                                | Aug.  | Nov.  | 2004. dec. |
| Forint/euró<br>árfolyam-feltevés | 245,0 | 245,6 | 264,0                                            | 255,5                                                        | 264,6 | 252,8                               | 253,0 | 252,0 | 251,8      |
| Olajárak (euróban)               | 29,4  | 23,0  | 22,2                                             | 21,8                                                         | 23,4  | 26,6                                | 29,4  | 31,4  | 31,1       |
| Kormányzati<br>intézkedések      | –     | –     | áfaváltozások<br>nyilvános-<br>ságra<br>hozatala | egyéb<br>indirektadó-<br>változások<br>figyelembe-<br>vétele | –     | Gyógy-<br>szerárak<br>befagyasztása | –     | –     |            |

## IV-11. táblázat

A 2004. decemberi fogyasztóiár-indexre vonatkozó MNB-előrejelzések hibái

(hiba = előrejelzés–tény)

|                                | súly  | 2002 | 2003  |      |      |      | 2004  |      |      |      | Átlagos<br>absz. hiba |
|--------------------------------|-------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-----------------------|
|                                |       | nov. | febr. | máj. | aug. | nov. | febr. | máj. | aug. | nov. |                       |
| Maginfláció                    | 67,6  | –1,5 | –1,6  | –1,5 | 0,2  | 0,4  | 1,7   | 0,8  | 0,7  | 0,1  | 0,9                   |
| Feldolgozatlan<br>élelmiszerek | 6,0   | 4,8  | 4,8   | 5,3  | 6,9  | 4,4  | 5,7   | 1,2  | 0,9  | 1,3  | 3,9                   |
| Szabályozott árak              | 20,2  | –1,5 | –2,0  | –2,7 | 1,3  | 1,5  | 1,5   | 0,7  | 0,2  | 0,2  | 1,3                   |
| Járműua.+piaci energia         | 6,2   | –4,4 | –5,0  | –6,8 | –9,3 | –8,5 | –7,1  | –5,7 | –0,5 | 2,4  | 5,5                   |
| Fogyasztóiár-index             | 100,0 | –1,3 | –1,5  | –1,6 | 0,3  | 0,4  | 1,4   | 0,5  | 0,6  | 0,4  | 0,9                   |

A legnagyobb átlagos eltérést a nehezen megjósolható világpiaci folyamatok által determinált járműüzemanyag- és piacienergia-árak előrejelzésében vétettük, míg a legkisebb hibával maginflációs előrejelzéseink rendelkeztek. Szinte a teljes elemzési horizontunkon jelentősen felülbecsültük a feldolgozatlan élelmiszerek órának alakulását, míg a szabályozott körben várható inflációra adott prognózisaink – leszámítva az előre nem látható egyszeri kormányzati intézkedések hatásait (pl. indirektadó-módosítások, gyógyszerárak befagyasztása) – valamennyi jelentésben meglehetősen pontosnak bizonyultak.

Az előrejelzési hibát nemcsak a dezaggregált tételeknél elkövetett hibáink alapján bonthatjuk fel. Modellezési szempontból, illetve a gazdaságban jelen lévő inflációs nyomás változásának megragadására sokkal érdekesebb lehet egy olyan dekompozíció, amelyben az elkövetett hibák forrásait három fő csoportba sorolhatjuk: Egyrészt meghatározzuk, hogy milyen mértékben hatott előrejelzésünkre az, hogy szabályszerű alapfeltevéseinktől a kulcs inputváltozók (árfolyam, olaj, adóráták) tényértékei eltértek. Ezt nevezzük az alapfeltevések előrejelzési hibájának. A maradék hiba viszont abból adódik, hogy adott inputválto-

zók esetén mennyire pontos az előrejelzési rendszerünk. Utóbbi hibát is érdemes azonban két külön tényezőre bontani. A nem maginflációs tételeknél (feldolgozatlan élelmiszerek, szabályozott árak) elkövetett hibák kevésbé hangsúlyosak, hiszen azok egyrészt a monetáris politika hatókörén kívül eső tételekhez kötődnek, másrészt a gazdaság konjunktúraciklusa által indokoltnál jóval volatilisabbak és részben diszkrecionális hatósági beavatkozásokhoz köthetők. A maginflációs tételekben elkövetett és nem az alapfeltevésekből adódó („tisztított”) hiba mutatja elsősorban azt, hogy az előrejelzési rendszer mennyire tükrözi a gazdaságban jelen levő inflációs nyomást.

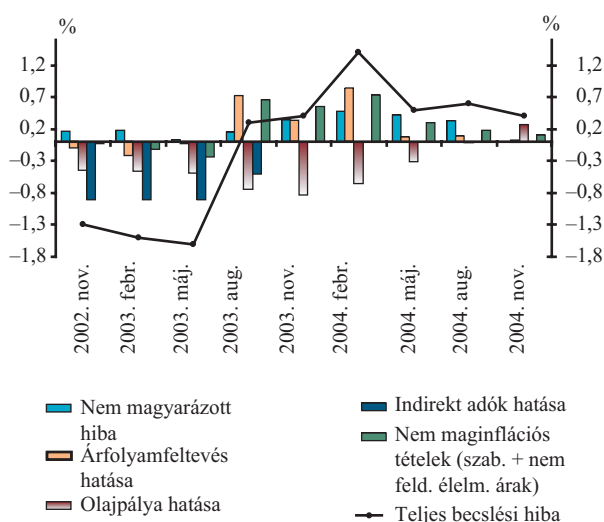
A IV-6. ábrán látható, hogy az infláció 2003 májusáig tartó alulbecslésének kétharmada a 2004. eleji indirektadó-emelések ismeretének hiányából adódott. A maradék előrejelzési hibát főleg a tényeknél alacsonyabb olajárak feltevése okozta. 2003 novemberétől – az indirektadó-emelések gyakorlatilag teljes körének ismertté válásával összességében 0,3-0,5 százalékpont körüli előrejelzési hibát követtünk el.<sup>34</sup>

Önmagában az a tény, hogy az indirektadó-emelések bejelentését követően a nem magyarázott vagy „tisztított” hibánk növekedett, illetve szisztematikusan pozitív előjellel alakult, a gazdaságban az indirektadó-sok hatására jelentkező inflációs nyomás, illetve a korábban jól „működő” módszereink által mutatott inflációs nyomás közötti eltérésre utalhat. Ezen eltérést – különösen a 2004-es évben – jellemzően az előrejelzési rendszereinkben nehezen vagy csak hosszabb távon megragadható tényezők hatásaira vezethetjük vissza,

különös tekintettel a piaci verseny növekedésének, illetve az év eleji indirektadó-sokkot követően gyorsan mérséklődő inflációs várakozásoknak a dezinflációs hatásaira.

#### IV-6. ábra

A 2004. decemberére adott előrejelzésünk hibájának főbb magyarázó tényezőkre való felbontása\*



\* Hiba = előrejelzés – tény. Pozitív értékek a ténynél magasabb előrejelzést, illetve alapfeltevéseink (árfolyam, olaj) esetében a ténytől eltérő feltevések az inflációra kifejtett hatását jelölik.

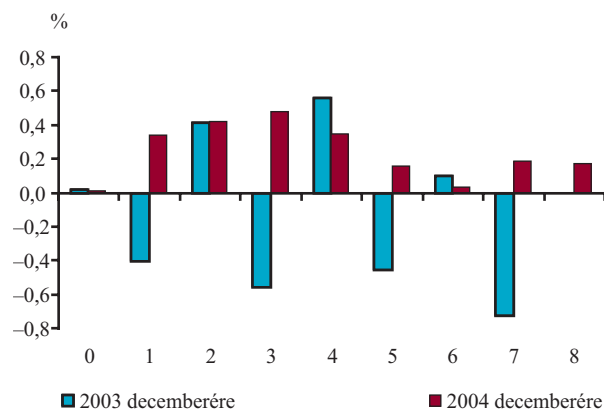
Hasonló következtetésekre juthatunk, ha az említett ún. nem magyarázott hibákat a 2003 decemberére, illetve 2004 decemberére adott előrejelzéseink kapcsolatában hasonlítjuk össze. Bár az átlagos abszolút hibánk a 2004. decemberi előrejelzés esetében több mint 0,1 százalékponttal alacsonyabb volt, de 2003. végi prognózisunk esetében nem tapasztalhatunk a már említett szisztematikus eltéréshez hasonló hibasorozatot.

Az említett bizonytalansági tényezők ellenére az MNB inflációs előrejelzéseinek teljesítménye nemzetközi összehasonlításban jónak tekinthető, még

<sup>34</sup> Itt az indirektadó-emelés közvetlen hatásának megbecslését zérusnak tekintjük, mivel ismereteink szerint az indirekt adók hatását elég nagy pontossággal megbecsültük. Egyrészt az indirekt adók emelésének technikai hatására vonatkozó becslésünket a KSH is átvette számításaiban. Más kérdés persze, hogy ebből a technikai hatásból mennyit hárítottak át a termelők a fogyasztókra. Bár becsléseink szerint ez nagyságrendileg annyi lehet, mint amennyire számítottunk, az áthárítás mértékének még a tény idősorokon való megbecslése igen bizonytalan, így nagyon határozott megállapításokat nem tehetünk. Összességében elvileg elképzelhető, hogy a nem magyarázott hiba emelkedése 2004 februárjában részben abból ered, hogy a indirekt adók emelését a termelők várakozásainál kevésbé hárították át, számításaink azonban nem igazolják ezt a feltevést.

## IV-7. ábra

A 2003-as illetve 2004-es év végére adott előrejelzéseink nem magyarázott hibáinak alakulása\*



\* Pozitív értékek a ténynél magasabb előrejelzés irányába ható hibára utalnak. A vízszintes tengely az előrejelzési horizontot mutatja (negyedévben).

a relatíve problémásabb 2004-re adott előrejelzések tekintetében is. A Magyar Nemzeti Bank 2001

augusztusa óta publikálja inflációs és reálgazdasági prognózisait. Ezen inflációs előrejelzéseinknek a tény folyamatoktól vett eltéréseit összegezve megállapíthatjuk, hogy a monetáris politika számára releváns időhorizontokon (4–6 negyedév) az MNB által adott előrejelzések átlagos abszolút hibája csak néhány tized százalékponttal haladta meg az ESCB-n belül az euróövezetre készített előrejelzések hasonló időtávon számított hibáit. Tekintve, hogy a magyar gazdaság ezen időszakban 4–10 százalék között változó inflációs rátával rendelkezett (szemben az euróövezet 2 százalékpont körül ingadozó rátájával), illetve hogy az inflációs folyamatokat lényegesen erőteljesebb egyszeri sokkok (például a közel 2 százalékpontnyi indirektadó-sokk) érték, a korábbiakban említett hibáinkat elfogadható teljesítményként értékeljük.

## IV. 5. Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika

Az MNB Háttér tanulmányok sorozatban tanulmány jelent meg a költségvetési politikával kapcsolatos kihívásokról.<sup>35</sup> A 2004 novemberében lezárt számítások az elemzéseinkben szokásosan közölt kockázatalapú (létező determinációkat számszerűsítő) fiskális pályát 2008-ig vetítették előre. A novemberi feltételezésekhez képest a 2004 évi induló fiskális helyzetet tekintve, az előzetes tények alapján nincsen jelentősebb eltérés a tartósabb folyamatokat illetően.

A számítások szerint a kamategyenleg a GDP 0,5 százalékaival javíthatja a hiányt. Az elsődleges egyenleg 2004 és 2008 között a GDP 1 százalékaival romlana, amennyiben további fiskális intézkedést nem feltételezve csak a 2004 végén ismert determinációkból és az EU-elszámolások várható egyenlegéből indulunk ki. Determinációként szerepelnek a törvényben vagy OÉT-megállapodásban több évre előre rögzített intézkedések, például a 13. havi nyugdíj fokozatos bevezetése és az egészségügyi hozzájárulás megszüntetése. Az átmeneti intézkedések hatásának megszűnésével is számolni kellett. Ilyen időleges javítás volt például 2003-ban az áfa-visszatérítések törvényi határidőig történő lassítása, vagy 2004 végén a visszatérítés – átmeneti – határidőn túli lassítása, illetve a 13. havi bérfizetés 2005-re tolása.

A kamatmegtakarítás és a romló elsődleges egyenleg eredőjeként a deficit 2008-ig a GDP 0,5 százalékaival romlana, ennek megfelelően a 2004 decemberében aktualizált konvergenciaprogram által megcélzott 2,8 százalékos deficit elérése érdekében az elsődleges egyenleget nagyjából a GDP 3 százalékaival kellene javítani. Amennyiben ez az intézkedés a kiadások csökkentésével való-

sul meg, akkor – figyelembe véve az automatikusan kieső adótartalmat is – a GDP 4 százalékaival megfelelő megtakarítást kellene elérni.

A számítások eredményeinek az értelmezéséhez szükséges az alkalmazott feltételezések bizonytalanságának, kockázatának áttekintése.

Konzisztens makrogazdasági előrejelzés hiányában az egyik feltételezés az volt, hogy az államháztartási bevételek a GDP arányában nem változnak, kivéve a külön számszerűsített tételeket (determináció, EU-elszámolás). Figyelembe véve azonban azt, hogy a gazdasági növekedés szerkezete valószínűleg nem lesz kedvező a meghatározó adóalapok szempontjából, a bevétel jelenlegi szintje a GDP 0,6 százalékaival mérséklődhet, hiszen a bér és fogyasztás feltehetően kevésbé növekszik gyorsan.

A kamategyenleg 0,5 százalékos javulása a 2005. januári forwardhozamgörbe alapján és egyenletes deficitcsökkenést feltételezésével adódott. Ha a deficitcsökkenés nem egyenletes lenne, hanem fokozatosan bontakozna ki, akkor a kamatmegtakarítás kisebb lehet. Amennyiben viszont egy rendkívül optimista scenárió valósulna meg, és a forint- és euróhozamszint közötti különbség fokozatosan teljesen megszűnne, akkor a kiadás csökkenése 2008-ig elérhetné a GDP 0,9 százalékat.

Az EU-transzferek alakulása inkább a nagyobb deficit irányába mutató kockázatot jelent. Amennyiben óvatos becslésünkénél nagyobb EU-transzfer érkezik a költségvetésbe, akkor az a deficitet átlagában már nem javítja, hiszen az addicionalitás korlátjába ütközve az időszak egészében többletkiadást jelent. Az addicionalitás azt je-

<sup>35</sup> P. Kiss Gábor – Karádi Péter – Krekó Judit: Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika, MNB Háttér tanulmányok 2005/1.

lenti, hogy az EU strukturális alapok nem helyettesíthetik a tagországok államháztartási vagy más egyenértékű strukturális kiadásait. Ennek 2007–2012-re vonatkozó átlagos mértékét még nem állapították meg, de ennek növelése tovább ronthatja az egyenleget. Mindezen túlmenően a hiányt azonnal növeli a szükséges társfinanszírozás biztosítása, ezt a hatást azonban valamennyire mérsékli a feltételezhető adóbevételi többlet.

További feltételezés volt, hogy 2008-ig a kvázi-fiskális tevékenységekkel összefüggő kötelezettségek nem jelennek meg a hivatalos hiányban, ez azonban kétirányú kockázatot jelent a szükséges kiigazítás mértékét illetően. Ha a korábbi kvázi-fiskális tevékenységeknek (például állami vállalatok veszteségének) a hatása megjelenik a hivatalos hiányban is (például adósságátvállalások formájában), akkor ez a rögzített célok eléréséhez a feltételezettnél nagyobb fiskális kiigazítást tehet szükségessé. Másik oldalon, a hagyományos állami kiadások hivatalos hiány által lefedett körön kívül kerülnek (például a 2005 évi költségvetési törvényben szereplő ún. PPP-megoldásokban), az rövidtávon csökkentheti a kiigazítási szükségletet. A tanulmány felhívja a figyelmet arra, hogy a kvázi-fis-

kális kiadások növelése, illetve egyéb könyvelési megoldások alkalmazása a költségvetési hiányt csak statisztikai értelemben csökkenti, de nem javítja sem a hosszú távú fenntarthatóságot sem a külső egyensúlyt, tehát nem jelent valódi és tartós kiigazítást.

Az átmeneti megoldások alkalmazásával szemben a tanulmány a konszolidáció minőségének meghatározó jelentőségére hívja fel a figyelmet. A kedvező eset az lenne, ha a strukturális – azaz fenntartható, minőséget javító és ezáltal a hosszú távú növekedést segítő – intézkedések kerülnének előtérbe. Másrészt olyan intézményi megoldásokra van szükség, amelyek a fiskális folyamatok áttekinthetőségét, kiszámíthatóságát, kontrollját javítják és ezáltal elősegíthetik a konszolidáció eredményeinek tartósságát. Különösen fontos lenne például a kvázi-fiskális tételeknek (pl. állami vállalatok veszteségeinek, kiszervezett állami kiadásoknak) számításba vétele. Ezzel egyidejűleg egy, kiadások növekedését korlátozó szabály bevezetése lehetővé tenné a megbízható középtávú költségvetési keretek tervezését. A szabály megfelelő működése ugyanakkor egy önkormányzatokkal kötendő belső egyezményt is feltételez.

## IV. 6. Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása

Ezen alkalomtól kezdve a jelentés „Aktuális kérdések” fejezetében górcső alá vesszük egy-egy termék- vagy szolgáltatáscsoport áralakulását. A sorozatba tartozó írásokban három szempontból vizsgáljuk meg a kiválasztott termékcsoporthoz. Elsőként bemutatjuk az adott termék- vagy szolgáltatáscsoport magyarországi áralakulását, kiemelve az áralakulásra ható legfontosabb tényezőket. Ezt követően a magyar áralakulást összevetjük az EU-országok, különös tekintettel pedig régióink országainak áralakulásával. Végül az összehasonlítást elvégezzük a relatív árszintekre is.

A nemzetközi adatok teljes körű elemzésére nem vállalkozunk. Ehelyett néhány érdekességre hívjuk fel a figyelmet gondolatébresztő írásainkban. A sorozatot a telefonszolgáltatás áralakulásának bemutatásával kezdjük.

### *A kommunikációs árak alakulása Magyarországon*

A telefonszolgáltatás<sup>36</sup> áralakulásának vizsgálatakor az elmúlt évtizedet két markánsan elkülönülő szakaszra lehet osztani.

#### *1999. decemberig*

Ebben az időszakban csak a vezetékes telefonszolgáltatás szerepelt a KSH által vizsgált fogyasztói kosárban. A telefonszolgáltatás a regulált szolgáltatások közé tartozott, ami megmutatkozott a jellemzően év elején történt ugrásszerű áremelkedésekben. A telefonárak év közben változatlanok maradtak.

#### *2000. januártól*

2000-től került be, egyre nagyobb súllyal szerepel a mobiltelefon-szolgáltatás a telefonszolgáltatás csoporton belül. A mobiltelefon-szolgáltatás „kosárba” kerülése a következő változásokkal járt: Egyrészt az ugrásszerű árváltozásokat gyakoribb kisebb árváltozások váltották fel. Másrészt a mobiltelefon-szolgáltatások ára hasonlóan több információtechnológiai szolgáltatáshoz, a kezdeti magas szintről folyamatos csökkenést mutatott, ami részben ellensúlyozta a vezetékestelefon-árak folytatódó emelkedését.

2000-től kezdődően két nagyobb árcsökkenésnek is tanúi lehettünk. A 2000. tavaszi árcsökkenést a véleményünk szerint a vezetékestelefon-árak csökkenése – ezen belül új kedvező díjszabású kisfogyasztóknak szóló díjcsomag bevezetése – okozta. A 2003-as árcsökkenés fő oka valószínűleg a kedvezőbb díjszabású csomagok szélesebb felhasználói csoport számára való elérhetősége volt. Az első időszak teljes hosszában, és a második időszak elején a vezetékes piacon monopolhelyzetben volt a Matáv. A piaci verseny hiánya hozzájárulhatott a magas áremelkedési ütem fennmaradásához. Az erősödő piaci verseny megmutatkozik új szolgáltatók és díjcsomagok megjelenésében.

A hírek alapján élénknek tűnő kommunikációs piaci lépések (akciók, új díjcsomagok megjelenése, stb.) fényében érdekesnek tartjuk, hogy a telefonálás árindexe 2004-ben gyakorlatilag változatlan maradt.<sup>37</sup> Ennek háttérében az is állhat, hogy a fogyasztóiár-index számításánál alkalmazott bá-

<sup>36</sup> A telefonkészülék-árak nem tartoznak a csoportba.

<sup>37</sup> Egyedül 2004 januárjában változtak az árak. Abban a hónapban a havi árnövekedés 0,3% volt.

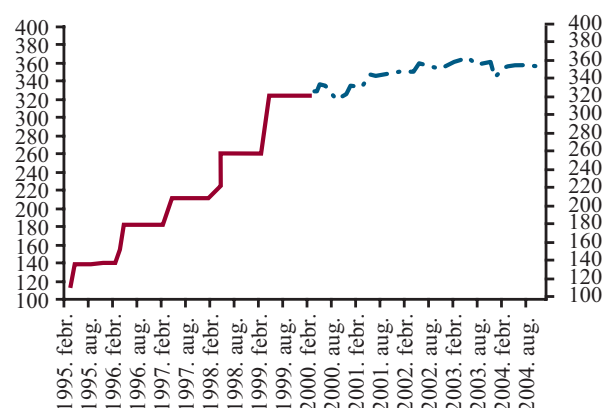


zsidőszaki súlyozás miatt az új szereplők és kedvezőbb díjsomagok év közben nem jelenhetnek meg a telefonszolgáltatás árindexében. A csoport valós árcsökkenését csak egy tárgyidőszaki súlyozású megélhetésköltség-index (cost of living index) mutathatná meg.<sup>38</sup>

## IV-8. ábra

A telefonálás árszintje Magyarországon a KSH adatai szerint

(1994. december = 100)



Folytonos vonallal jelölve a csak vezetékes telefonszolgáltatásból álló indexet.

A kommunikációs szolgáltatás áralakulása európai kitekintésben

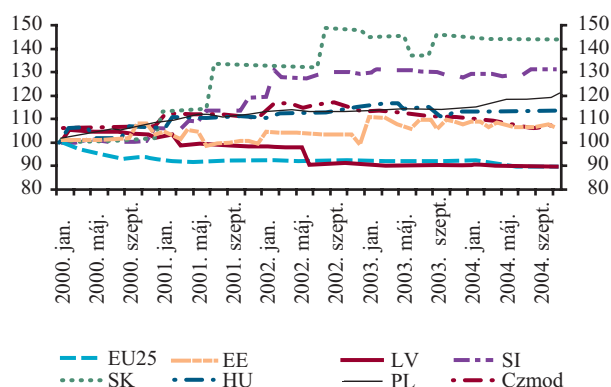
A kommunikációs csoport<sup>39</sup> harmonizált fogyasztóiár-indexeinek nemzetközi összehasonlítása rámutat arra, hogy szemben a Magyarországon 2000. után is folytatódó áremelkedéssel, a fejlett uniós országokban és több 2004-ben csatlakozott országban is csökkentek a kommunikációs árak az évezred első éveiben.

Míg az EU 25 államában 2000 januárjától 2004 végéig átlagosan 10 százalékkal csökkentek az árak, addig Magyarországon hasonló mértékű áremelkedés volt megfigyelhető. A fejlettebb EU-államok közül Németországban csaknem 15 százalékkal, míg Franciaországban 10 százalé-

kal csökkentek a szolgáltatáscsoport árai. A régióon belül ugyanakkor nem tekinthető kiemelkedőnek a magyar kommunikációs költségek emelkedése. Lettországon az EU-átlaghoz közeli árcsökkenés volt megfigyelhető, de a magyarországi áremelkedést meghaladta a cseh, a szlovák, a lengyel és a szlovén kommunikációs árindex. Valószínűnek tartjuk ugyanakkor, hogy az ugrásszerű lengyel, szlovák és szlovén áremelkedést adminisztratív intézkedés – áfaemelés – okozta.<sup>40</sup>

## IV-9. ábra

A kommunikációs árindex néhány újonnan csatlakozó EU-országban



## Relatív árszint

Elemzésünkhöz az Eurostat által publikált összehasonlító árszinteket (comparative price level) használtuk. A statisztikák megmutatják, hogy közös pénzben kifejezve az egyes termék vagy szolgáltatáscsoportok átlagosan mennyibe kerülnek az egyes tagállamokban.<sup>41</sup>

A kommunikáció sajátos helyet foglal el a non-tradable (nemzetközi piaci versenynek kevésbé kitett) szolgáltatások között. Egyrészt mint technológiai szolgáltatás több országban erős piaci verseny jellemzi, ami az árszínvonal csökkenését

<sup>38</sup> Lásd: MNB füzetek 2000/5. Ferenczi-Valkovszky-Vincze Mire jó a fogyasztóiár-statisztika?

<sup>39</sup> A csoport tartalma csaknem teljesen azonos a KSH 156 soros csoportosításának „telefon” csoportjával.

<sup>40</sup> Az ábrán csak a csehországi 2004. januári 15 százalékos indirekt adó okozta áremelkedés hatását tudtuk kiszűrni.

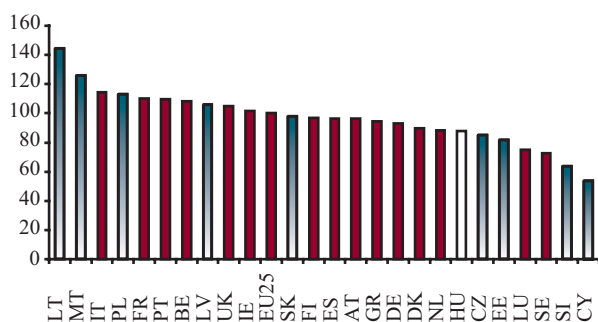
<sup>41</sup> Az ESA95 nomenklátúra csoportosítását használva. A 25 EU-ország átlaga=100.



okozza. Több tagállam azonban még a piaci liberalizáció előtt áll, így a monopolhelyzetű szolgáltató magasan tarthatja az árakat. A piac liberalizációja tehát a relatív árszint csökkenéséhez vezethet. Ez utóbbi jelenség magyarázhatja, hogy az EU-országokat sorrendbe állítva a kommunikáció relatív árszintje alapján a négy legdrágább ország között három új csatlakozót találunk, ugyanakkor a legfejlettebb, új csatlakozó Szlovénia relatív kommunikációs árszintje a legalacsonyabbak közé tartozik.

#### IV-10. ábra

A kommunikációs csoport relatív árszintje 2003-ban az EU-országokban  
(EU25 = 100)



Az új tagországok eltérő színnel jelölve.

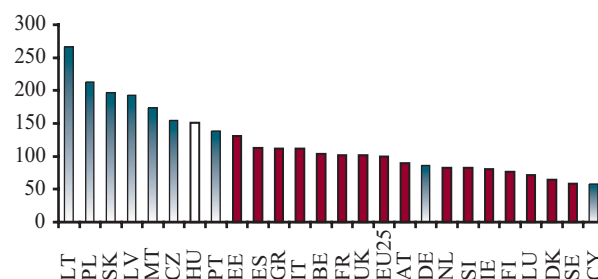
Első ránézésre úgy tűnik, hogy Magyarországon a kommunikációs árak relatíve alacsonyok: 2003-ban az EU25 árszintjénél több mint 12 százalékkal voltak nálunk alacsonyabbak a relatív kommunikációs költségek. Ugyanakkor a háztartások végső fogyasztási kiadását tekintve a magyar relatív árszint mindössze 58 százaléka az 25 EU-tagállaménak, tehát Magyarországon a relatív kommunikációs árszint számottevően magasabb a teljes

relatív árszintnél. A háztartások végső fogyasztási kiadása és kommunikációs relatív árak szintek hányadosát az összes tagállamra kiszámoltuk, és az így kapott számot a kommunikáció ún. belső relatív árszintjének neveztük. Ez a mutató megmutatja, hogy az átlagos relatív árszinthez hogyan viszonyul a kommunikáció relatív árszintje az adott országban.

Ezt a belső relatív árszintet vizsgálva (IV-11. ábra) megállapítható, hogy a 8 újonnan csatlakozó államban a legmagasabbak a relatív kommunikációs költségek a teljes árszinthez viszonyítva. A fejlettebb EU-tagállamokban, vélhetőleg az erősebb piaci verseny hatására, a teljes relatív árszinthez képest alacsony a kommunikációs relatív árszint.

#### IV-11. ábra

A kommunikációs szolgáltatás relatív belső árszintje az EU-államokban 2003-ban  
(EU25 = 100)\*



\*Egy adott országban ez a mutató 100 fölött van, ha a kommunikáció belső árszintje a teljes árszinthez képest relatíve magasabb, mint az EU25 átlagában. Az új tagországok eltérő színnel jelölve.

(Ábrákban használt rövidítések: AT = Ausztria, BE = Belgium, CY = Ciprus, CZ = Csehország, DE = Németország, DK = Dánia, EE = Észtország, ES = Spanyolország, FI = Finnország, FR = Franciaország, GR = Görögország, HU = Magyarország, IE = Írország, IT = Olaszország, LT = Litvánia, LU = Luxemburg, LV = Lettország, MT = Málta, NL = Hollandia, PL = Lengyelország, PT = Portugália, SE = Svédország, SI = Szlovénia, SK = Szlovákia, UK = Egyesült Királyság.)

## **IV. 7. Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel**

A gazdaságpolitika alakításakor alapvető szempont, hogyan hat a kamatpolitika a gazdaságra, ezen belül is elsősorban az inflációra és a növekedésre. A monetáris transzmisszió mechanizmusának ismerete ezért kiemelten fontos a mindenkori döntéshozó számára. Jó minőségű makrogazdasági idősorok hiányában bizonyos becslési eljárások alkalmazása Magyarországra korábban nem volt lehetséges. A jelenleg rendelkezésre álló 10-15 évnyi adattal már megkísérelhető egy, a nemzetközi szakirodalomban az 1990-es években elterjedt ún. vektor-autoregressziós (VAR-) modell becslése. Ezt egy frissen megjelent tanulmányunkban mutatjuk be.

A VAR-modellből kapott eredmények kiegészítik az MNB már meglévő modelljei, becslései alapján a transzmissziós mechanizmusról alkotott képünket. A módszer előnye, hogy közvetlenül számszerűsíti a monetáris politika eszközének tekinthető rövid lejáratú kamatok hatását az árszínvonalra és a kibocsátásra. Más, a hazai monetáris transzmisszió egyes csatornáit feltáró már befejezett, valamint jelenleg is folyó kutatások a hatásmechanizmus köztes lépcsőfokait segítenek megérteni. Eredményeink azt mutatják, hogy egy meglepetésszerű, 25 bázispontos kamatemelés az első évben egy százalékkal értékeli fel a forint árfolyamát. A magasabb kamatok és az erősebb árfolyam következményeként visszaesik a kibocsátás és csökken a fogyasztóiár-szint. A kibocsátás alakulását mutató ipari termelés éves növekedési üteme 0,2-0,3 százalékkal esik vissza az első évben, de a második év végén már visszatér eredeti szintjére. A 12 havi inflációra gyakorolt hatás lassabb,

legerősebben az első év végén és a második évben bontakozik ki. A 25 bázispontos szigorítás legnagyobb hatása az inflációra 0,1 százalékos csökkenés 5 negyedévvel a lépés után.

Az eredmények nagy vonalakban megegyeznek a nemzetközi irodalomban a fejlett országokra becsült hatásokkal. A kibocsátás visszaesése átmeneti, és megelőzi az árszint csökkenését, ami viszont tartósnak mutatkozik. Az a jelenség, hogy az árak lassabban alkalmazkodnak, mint a termelés, az árazás lassúságára, az árak „ragadóságára” utal. A lassú átárazást egy, a magyar vállalatok árazási magatartását vizsgáló felmérés<sup>43</sup> is megerősíti.

A becslés során két jelentősebb problémával kellett szembesülni. Az egyik a mintaidőszak megválasztása. A fentebb ismertetett eredmények az 1995-től 2004-ig terjedő időszakra érvényesek. Hosszabb (1992-ig visszanyúló) idősorokra elvégzett becslések részben eltérő és nehezebben értelmezhető dinamikákat eredményeznek. Az eltérés okát a gazdaságot leíró folyamatok változásában, egészen konkrétan az új monetáris politikai rendszer 1995-ben történt bevezetésében kereshetjük. Hasonló megfontolásokból arra következtethetünk, hogy az 1995–2004-es időszakra kapott eredmények sem egyaránt érvényesek az inflációs célkövetéses, széles árfolyamsávós rezsim 2001-es bevezetése előtti és utáni időszakokra. Azt azonban nehéz megválaszolni, hogy 2001 óta milyen irányban módosulhattak a vizsgált változók reakciói a monetáris politikára.

A másik kritikus kérdés a monetáris politika autonóm, más folyamatoktól független lépéseinek azo-

<sup>42</sup> Vonnák Balázs: „A magyar monetáris politika hatása az árakra és a kibocsátásra – becslés strukturális VAR-modellkeretben” MNB Füzetek, 2005/1.

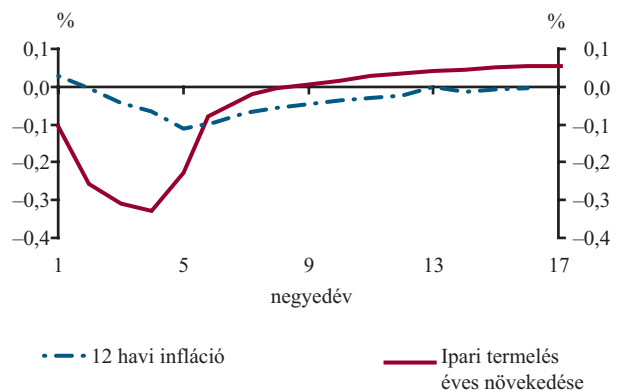
<sup>43</sup> Tóth István János: „Magyar közepes és nagy cégek árazási magatartása és a rá ható tényezők” MNB Füzetek, előkészületben.

nosítása, elkülönítése olyan kamatváltozásoktól, melyek valamilyen egyéb eredetű gazdasági sokkra (keresleti, kockázati prémium stb.) vezethetők vissza. Ez utóbbi impulzusok számos más csatornán is hatnak közvetlenül a kibocsátásra, így megegyező kamathatás esetén is eltérhet a termelés és az árak reakciója. Az árfolyam, valamint a külföldi befektetők kockázatifelár-elvárásainak meghatározó szerepe miatt az irodalomban leginkább elterjedt identifikációs módszerek nem alkalmazhatók automatikusan Magyarországra. A tanulmány két alternatív megközelítést is bemutat, melyek figyelembe veszik a hazai sajátosságokat: egyik esetben az autonóm monetáris politikai megszorításról azt tételezzük fel, hogy egy évig magasabb rövid lejáratú kamatot és felértékeltebb árfolyamot eredményez. A másik megközelítés abból indul ki, hogy 1995 és 2004 között a legnagyobb meglepetésszerű lazítás az 1995 elején bekövetkezett árfolyam-leértékelés, a legnagyobb

nem várt szigorítás pedig az árfolyamsáv 2001-es kiszélesítése volt, melynek következtében a forint jelentős mértékben felértékelődött. Bár a két megközelítés gyökeresen más aspektusaiból igyekszik a monetáris politika hatását megragadni, a kapott eredmények csak kismértékben térnek el, ami azok megbízhatóságára utal.

#### IV-12. ábra

**Az ipari termelés és az infláció reakciója egy nem várt, 25 bázispontos kamatemelésre**  
(a VAR-modell impulzus-válasz függvényei)



## **A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány keretes írásai és mellékletei 1998–2005**

### **1998. november**

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

### **1999. március**

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

### **1999. június**

|                                                                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Új csoportosítás a fogyasztóiár-index 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 |
| Fogyasztóiár-index: 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 foglalkoztatásbővülés 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 |
| <b>2000. június</b>                                                                                                     |    |
| Hogyan mérjük az euróövezethez vett inflációs konvergenciát?                                                            | 14 |
| Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként                                                        | 15 |
| A jegybanki eszköztár változásai                                                                                        | 23 |
| A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében                                                           | 26 |
| A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma                                                                                 | 39 |
| Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról                                                                            | 47 |
| <b>2000. szeptember</b>                                                                                                 |    |
| A monetáris kondíciók számításának háttere                                                                              | 20 |
| A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében                                                           | 25 |
| <b>2000. december</b>                                                                                                   |    |
| Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás                          | 25 |
| A reálkamat különféle számítási módjairól                                                                               | 27 |
| A jegybanki eszköztár változásai                                                                                        | 28 |
| A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban                                           | 31 |
| A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban                                                         | 53 |
| Összetételhatás a feldolgozóipari áralapú reálárfolyamatban                                                             | 57 |
| <b>2001. március</b>                                                                                                    |    |
| A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban                                            | 30 |
| Az effektív munkaerő-tartalékok becslése                                                                                | 50 |
| <b>2001. augusztus</b>                                                                                                  |    |
| A monetáris politika új rendszere                                                                                       | 35 |
| Előrejelzéseink módszertana                                                                                             | 37 |
| Az árfolyamváltozások inflációs hatása                                                                                  | 38 |
| <b>2001. november</b>                                                                                                   |    |
| A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben                                         | 39 |
| A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése                                                        | 41 |
| A <i>Jelentés az infláció alakulásáról</i> című kiadvány készítésének menete                                            | 41 |

## 2002. február

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

## 2002. augusztus

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

## 2002. november

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

## 2003. február

|                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei                                                               | 39 |
| A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások                                                  | 43 |
| Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?                                                | 46 |
| Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?                                                     | 48 |
| A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban                                                      | 50 |
| Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?                                                    | 52 |
| „Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról | 53 |

## 2003. május

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása | 77 |
| A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása                 | 79 |

## 2003. augusztus

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak? | 71 |
| A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei                                  | 76 |
| Kibocsátásirés-bebecslések Magyarországra                                  | 78 |

## 2003. november

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| Új adatközlés a 2002-es GDP-re                                         | 75 |
| Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában | 77 |
| Becslés a hazai tőkeállomány alakulására                               | 80 |

**2004. február**

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői | 73 |
| A fogyasztás-lassulás dezinflációs hatása                                  | 76 |
| A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai       | 78 |
| Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában                 | 80 |
| Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása                         | 84 |

**2004. május**

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| A Negyedéves Előrejelző Modellről                                           | 80 |
| Kamat egyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszámla-számítás?                  | 82 |
| Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében   | 85 |
| A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről                             | 89 |
| Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára | 92 |
| Mit mutat a legyezőábra?                                                    | 96 |

**2004. augusztus\***

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| Változás a jelentés szerkezetében                                | 53 |
| Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése? | 70 |
| Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban                      | 71 |
| Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?     | 75 |
| Az olaj világpiaci áralakulásának hatásai a magyar gazdaságra    | 77 |
| Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?      | 82 |
| Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban      | 83 |

**2004. november\***

|                                                                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból                                                                                   | 65 |
| Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében                                                                  | 67 |
| Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?                                                                               | 71 |
| Kamatátgyűrűzés Magyarországon                                                                                                   | 74 |
| Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzített<br>az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben? | 76 |

**2005. február\***

|                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése            | 78 |
| Az euró bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika       | 83 |
| Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása                  | 85 |
| Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR modellel | 88 |

\* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.





Jelentés az infláció alakulásáról  
2005. február

Nyomda: D-Plus  
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.



