
JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL

1999.
március

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztálya
Vezető: Neményi Judit
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
Kiadásért felel: Dr. Kajdi József
Terjesztés: Molnár Miklós
Telefon: 312-4484
Internet: <http://www.mnb.hu>

ISSN 1419-2926

A „Jelentés az infláció alakulásáról” a Magyar Nemzeti Bank negyedévente megjelenő kiadványa, melynek célja az, hogy a közvélemény rendszeres időközönként képet kapjon az infláció addigi és várható alakulásáról, valamint arról, hogyan értékeli a központi bank az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. Ezáltal az eddiginél jóval szélesebb körben válnak ismertté a monetáris politika céljai, s ennek alapján követhetőbbé és értelmezhetőbbé a jegybank intézkedései.

A kiadvány alapvetően egy adott időszak aktuális eseményeinek bemutatására, elemzésére koncentrál, az infláció jövőbeli alakulását meghatározó, a központi bank által relevánsnak tartott gazdasági-pénzügyi összefüggéseket, fogalmakat részletesen ismertettük az első számban, így ezek részletes kifejtésére itt már nem kerül sor.¹



¹ A Jelentés az infláció alakulásáról első száma (1998. november) elérhető a Magyar Nemzeti Bank honlapján.

Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÁS	7
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	12
1. Az importált infláció alakulása	14
2. A fogyasztói árak változásának összetevői	17
II. MONETÁRIS POLITIKA	17
1. A monetáris kondíciók alakulása	17
2. Árfolyam- és kamatalakulás	18
3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája	22
4. Hozamgörbe, infláció és leértékelési várakozások	22
5. Monetáris aggregátumok	24
III. KERESLETI TÉNYEZŐK	26
1. Lakossági fogyasztás	26
2. Beruházások	27
2.1 Állóeszköz-beruházások	27
2.2 Készletberuházások	28
3. Az államháztartás helyzete	29
4. Külföldi kereslet	30
IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK	33
1. Munkaerő-piaci folyamatok	33
1.1 A foglalkoztatottság alakulása	33
1.2 A munkanélküliség alakulása	33
1.3 Béalakulás	34
2. Kapacitáskihasználtság	36
3. Versenyképesség	36
V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY	37
1. A nettó megtakarítói pozíció	37
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása	38

Az infláció csökkenése 1998 második felében tovább folytatódott, a megelőző tizenkét hónap ár-növekedésének mértéke az 1997. végi 18,4%-ról 1998 végére 10,3%-ra, 1999 februárjára 9,3%-ra csökkent. Az inflációcsökkenés mértéke meghaladta az MNB 1997. év végén készített prognózisát, amely szerint az infláció 1998 decemberére 13,5–14%-ra mérséklődött volna. A vártnál gyorsabb inflációcsökkenés nagymértékben az importált infláció mérséklődésének köszönhető, de fontos szerepet játszott az is, hogy a külkereskedelemmel közvetlenül nem versenyző termékek és szolgáltatások árának növekedési üteme is csökkent.

Az **importált infláció** mérséklődéséhez a forint kisebb leértékelődése és a devizában számított importárak csökkenése egyaránt hozzájárult.

1998 során két alkalommal került sor a leértékelési ütem változtatására, melynek eredményeként a forint éves, valutakosárral szemben mért leértékelődése 10,3%-ra mérséklődött, ami 3,7 százalékponttal kisebb volt az 1997. évinél. Az elmúlt hónapokban tapasztalható, sávon belüli nagyobb ingadozás ellenére az árfolyam hatékony nominális horgonynak bizonyult, a külkereskedelemmel versengő szektorokban az áralakulás az importált infláció alakulását követte.

Legfontosabb kereskedelmi partnereinknél az infláció üteme 1998-ban tovább mérséklődött, s a feldolgozóipari árak esetében számos országban deflációs jelenségek is megfigyelhetők. Az élelmiszer, az energia és egyes nyersanyagok világpiaci árának csökkenése szintén kedvezően befolyásolta a hazai árszint alakulását. Összességében a külföldi árak kedvező változása a hazai ár-növekedés ütemének 3 százalékpontos mérséklődését eredményezte. Ezen importált, egyszeri tényezőktől eltekintve is jelentős volt az infláció csökkenésének mértéke, a belföldi folyamatok eredményeként az árszínvonal növekedési üteme 5 százalékponttal mérséklődött.

Azokon a területeken, ahol a nominális árfolyam fegyelmező ereje kevésbé hatékonyan érvényesül, szintén jelentős mértékben mérséklődött az infláció. A megélenkülő belföldi kereslet a **piaci szolgáltató szektorokban** hozzájárult a forint leértékelődését mintegy 4%-kal meghaladó áremelkedéshez. Az ár-növekedési ütemkülönbség azonban nem nőtt tovább az előző évhez viszonyítva, ami azt jelzi, hogy e szolgáltatások kínálatának növekedése lépést tartott a kereslet növekedésével. Az inflációs folyamatot kedvező irányba befolyásolta a **szabályozott árak** mérsékeltebb növekedése is.

A dezinflációs folyamatot a **termelési költségek** növekedésének mérséklődése is támogatta. 1998-ban a reálbérek átlagosan 3,5%-kal növekedtek. Figyelembe véve a termelékenység javulását, ez a reálbérnövekedés – aggregált szinten – lehetővé tette a vállalati szektor jövedelmezőségének további növekedését. A költségoldali inflációs nyomást tovább csökkentette az élelmiszer, valamint a különböző nyersanyagok világpiaci árának mérséklődése is.

A monetáris politika mozgásterét jelentős mértékben korlátozza, hogy az **inflációs várakozások** csak időbeli késéssel alkalmazkodtak az infláció tavalyi – a korábbi prognózisokat jelentősen meghaladó – csökkenéséhez. Az inflációs várakozások lassúbb alkalmazkodása a nominális bérek és egyes szolgáltatói árak alakulásában is tetten érhető. A bruttó átlagkeresetek éves növekedése (18,3%) meghaladta az érdekegyeztetett tárgyalásokon előirányzott sáv felső határát (16%), ami a váratlan inflációcsökkenés miatt reálértéken az előirányzotttnál nagyobb emelkedést jelentett, s ez hozzájárult a belföldi, s azon belül a szolgáltatások iránti kereslet erősödéséhez.

A további dezinfláció szempontjából az előzőekben vázolt hatásmechanizmus – azaz az inflációs céllal összhangban álló mértéket meghaladó bérnövekedés (nominál és reál) megvalósulása – jelenti az egyik legfontosabb veszélypontot. A megnövekedett nominális merevség ugyanis megnöveli az infláció csökkentésének költségeit. Ha a magasabb nominális bértörvény a várakozásoknál alacsonyabb inflációval párosul, a gyorsabb reálbér-növekedés a folyó fizetési mérleg romlását eredményezheti. A szándékoltnál magasabb reálbér-növekedés a vállalati szektor jövedelmezőségét is rontja, amihez a tulajdonosok csak a kibocsátás és a foglalkoztatás csökkentésével tudnak alkalmazkodni. Ezért a dezinfláció költségeinek mérséklése érdekében 1999-ben a kormányzat a jegybankkal egyetértésben csak mérsékelt inflációcsökkenést irányzott elő, amelyhez a nominális árfolyam kis lépésekben történő csökkentése társul.

A **dezinflációs folyamat jövőbeli alakulását** az importált infláció és a belföldi kereslet és kínálat viszonya határozza meg. A belföldi keresleten belül különösen a költségvetés keresletteremtő tevékenysége igényel különös figyelmet.

Főbb kereskedelmi partnereinknél várhatóan folytatódik az infláció csökkenése, a nyers- és alapanyagárakban viszont nem várunk az elmúlt időszakhoz hasonló mértékű változást. E termékek áralakulását az elmúlt másfél évben meghatározó keresleti és kínálati változások feltehetően tartósak maradnak, a világgazdaság növekedése lassul, így az alapanyag- és nyersanyagárakban is legfeljebb lassú visszarendeződésre számíthatunk. Várakozásaink szerint az **importált infláció** 1999-ben is kedvezően befolyásolja a hazai áralakulást.

A dezinflációs folyamat **belföldi tényezői** közül az aggregált kereslet kapacitásokat meghaladó bővülését kell kiemelnünk. 1998-ban a korábbi években végrehajtott beruházások termelésbe állításának köszönhetően a potenciális GDP növekedése is felgyorsult, de a belföldi kereslet növekedése még ennél is gyorsabb volt, ami a folyó fizetési mérleg romlását eredményezte.

A **belföldi kereslet**¹ legdinamikusabban növekvő komponense az **állóeszköz-felhalmozás** volt. A beruházási tevékenységnek az első három negyedévben tapasztalt dinamikus bővülése után 1998 utolsó negyedévében a beruházási kereslet növekedése mérséklődött. Az ütemcsökkenést azonban jelentős mértékben a lakosság átmenetileg elhalasztott lakásberuházásai okozták, amihez hozzájárult az államháztartási beruházási kiadások második félévi erőteljes visszafogása is.

A vállalkozási szektorban is megfigyelhető volt a beruházási kereslet növekedési ütemének kisebb visszaesése, amit a nemzetközi tőkepiaci válság miatt megnövekedett nagyobb bizonytalanságnak és az orosz exportban érintett vállalkozások piacvesztésének tulajdoníthatunk. A vállalkozási szektor egészének kedvező jövedelmi helyzete, a belföldi kereslet további bővülése és a nyugat-európai fogyasztói kereslet várható bővülése alapján 1999-ben a vállalkozói beruházások további bővülésére számíthatunk, amelyhez felzárkózik a lakossági beruházások növekedése is. Az előző évhez viszonyítva 1998-ban a **fogyasztási kereslet** növekedése is felgyorsult. Becsléseink szerint a lakosság fogyasztása a reáljövedelmek növekedésénél nagyobb ütemben, éves szinten 4,5%-kal bővült. Ennek ellenére a lakosság pénzügyi megtakarításai is növekedtek. Ebben azonban szerepet játszott a lakossági beruházások visszaesése (10%-os volumencsökkenés következett be). A fogyasztási kereslet növekedése elsősorban a tartós fogyasztási cikkek vásárlására irányult, míg a folyó fogyasztás és ezen belül a szolgáltatások keresletének növekedése sokkal lassúbb, 2,5% körüli volt. Mivel a kereslet összetételében a külkereskedelmi forgalomban lévő termékek javára átrendeződés történt, a fogyasztás növekedésének inflációra gyakorolt hatása mérsékelt maradt, s a belföldi kapacitásokat meghaladó keresletbővülés a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlásában csapódott le. Az 1998. és 1999. évi jövedelemnövekedés a korábbi évekhez viszonyítva kevésbé polarizált, és a magas fogyasztási hajlandósággal jellemezhető rétegeket is érinti, ezért a lakosság megtakarítási hajlandósága aggregált szinten várhatóan csökkenni fog. E várakozásunkat megerősíti, hogy a lakásberuházások átmeneti hatásával korrigálva a megtakarítási hajlandóság már 1998-ban is valamelyest csökkent.

Az infláció további mérséklése szempontjából a másik kiemelt fontosságú tényező az, hogy az elmúlt évben tovább folytatódott az **államháztartás keresletteremtő** hatásának 1997-ben elkezdődött erősödése: az elsődleges többlet (a kamategyenleg nélkül számított államháztartási egyenleg)

¹ Az anyagban felhasznált éves és negyedéves GDP-számítások MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól.

a GDP százalékában mérve körülbelül 1,4 százalékponttal tovább mérséklődött (1,6%-ra). Ez úgy valósult meg, hogy miközben a központi beruházások aránya a második félévben tapasztalt erőteljes visszafogásnak köszönhetően a kiigazítás éveinek szintjére csökkent, a költségvetési transzferek jelentősen emelkedtek. Ugyanakkor a költségvetés bevételeit csökkentették az adóterhelés mérséklése érdekében hozott intézkedések és a vámok további leépítése, ami a magánszektor elkölthető jövedelmét növelve szintén az aggregált kereslet bővülését erősítette.

A **külföldi kereslet** növekedésének üteme a korábbi évekhez hasonlóan 1998-ban is meghaladta az aggregált kereslet belföldi komponenseinek növekedését. Az áruforgalmi export növekedése az 1997. évi 29,9%-tól ugyan elmaradt, de továbbra is magas ütemben, 22,1%-kal emelkedett. Az exportnövekedés dinamikája régióként eltérően alakult. Míg Oroszország fizetési problémái jelentős forgalomvisszaesést eredményeztek, a fejlett országokba irányuló kivitel dinamikusabban emelkedett tovább.

Az alacsonyabb exportnövekedéshez az is hozzájárult, hogy a világgazdaság növekedésének lelassulása miatt főként az alacsony feldolgozottsági fokú termékeket gyártó szektorokban szűkültek az értékesítési lehetőségek.

Az orosz relációban a válság hatására bekövetkezett jelentős exportcsökkenés után a jelenlegi szinten stabilizálódni látszanak a folyamatok, arra azonban nem számíthatunk, hogy ebben a relációban jelentősen bővüljön a kivitel. Az exportkereslet jövőbeni alakulása elsősorban a nyugat-európai konjunktúrától függ. A prognózisok főbb exportpiacainkon a GDP növekedési ütemének mérséklődését vetítik előre, de a magyar export szempontjából fontos fogyasztói kereslet esetében további bővülés várható.

Bár az elmúlt évek erőteljes beruházási aktivitása nyomán a **belföldi kínálat** jelentősen bővült, a magyar gazdaságban nincsenek számottevő szabad **kapacitások**. A feldolgozóiparban mind az átlagos kapacitáskihasználtság, mind a kapacitás hiánnyal küszködő vállalkozások aránya magas szinten stabilizálódott, annak ellenére, hogy az orosz válság érzékenyen érintette ezen szektor egyes vállalatait. A keresletnövekedés inflációra gyakorolt hatását mérsékli, hogy az elmúlt két évben a beruházások tekintélyes hányada a szolgáltatási szférában valósult meg, amely az erősödő versenyen és a növekvő termelékenységen keresztül ezekben a szektorokban korlátozza majd az árnövelési törekvéseket. A munkanélküliség jóval az európai átlag alá csökkent: a KSH munkaerő-piaci felmérése alapján éves átlagban 7,8% volt. A magyar gazdaság ennél nagyobb munkaerő-tartalékokkal rendelkezik, mivel az aktivitási ráta szintén elmarad az európai országokra jellemző szinttől. A munkaerőkínálatból a gazdasági átmenet éveiben kilépett emberek munkába állítása azonban aktív munkaerő-piaci eszközöket igényel. A **munkaerőpiacon** szűk keresztmetszetek kialakulására különösen a szellemi munkaerő esetében kell számítanunk, ami abban is tükröződik, hogy a szellemi munkaerőt legmagasabb arányban foglalkoztató kereskedelem nélküli szolgáltató szektorokban a 18,7%-os átlagot meghaladó volt a bérinfláció (23%). A magasán kvalifikált munkaerő szűkössége miatt a magasabb bérnövekedési ütem potenciálisan a többi ágazatra is átgyűrűzhet, de ezt a hatást mérsékli, hogy a feldolgozóiparban és a kereskedelemben főként a fizikai munkaerő iránti kereslet nő. A **külső egyensúly** 1998-ban bekövetkezett romlásában a külső keresletnek az orosz válság miatti csökkenése és a belföldi felhasználásnak a kapacitásoknál nagyobb bővülése egyaránt szerepet játszott. A kereskedelmi mérleg múlt év második negyedétől megfigyelhető romlása az év vége felé megállt, s alapvetően a nyugat-európai kivitel fellendülése eredményeként az export már ismét valamelyest gyorsabban növekedett, mint az import. Az exportbevételek növekedésére vonatkozó előrejelzéseket azonban bizonytalanná teszi a nyugat-európai növekedés további lassulásának veszélye.

A tavalyi, a GDP 2,3%-ra tehető folyó fizetésimérleg-romláshoz (1,3 milliárd USD) közel azonos mértékben járult hozzá az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igényének növekedése. A magánszektor várhatóan növekvő finanszírozási igénye a folyó fizetési mérleg további romlását vetíti előre. A ciklikus pozíciónak megfelelően a vállalkozások finanszírozási igényének további, de az 1998. évinél szerényebb növekedését várjuk 1999-ben. A lakosság esetében pedig a szándékoltnál magasabb reálbérnövekedés és a megtakarítási hajlandóság várható csökkenése befolyásolhatja kedvezőtlenül az egyensúlyi pozíciót.

A kereslet és kínálat várható alakulása alapján az **egyensúlyhiány mérséklése** érdekében a monetáris és fiskális politika részéről összehangolt keresletszabályozó intézkedésekre van szükség, melyek szinkronba hozzák a belföldi kereslet és a GDP potenciális növekedését. E program első és fontos lépéseként a kormány a GDP 0,5%-ával csökkentette az államháztartás kiadásait.

A belföldi **monetáris kondíciók** változása szintén a belföldi kereslet mérséklése irányába hat. Az elmúlt időszakban a forint árfolyamának reál leértékelődése – ceteris paribus – megnövelte az exportáló vállalatok jövedelmezőségét, és az importált termékek relatív árának növelésével a belföldi termékek fogyasztását ösztönözte. Ezzel párhuzamosan a reálkamatok szintje is megemelkedett, ami várhatóan mérséklőleg hat a vállalkozói szektor beruházási keresletének alakulására.

Bár az elmúlt időszakban a monetáris kondíciók a belföldi makrogazdasági folyamatok által indokolt irányba változtak, a monetáris politika értékelése során azt is figyelembe kell venni, hogy **a monetáris kondíciók szigorodását alapvetően a pénz- és tőkepiaci szereplők magatartásában bekövetkezett változások idézték elő**. Az elmúlt két évben (1997–98-ban) több olyan ország valutája is jelentősen leértékelődött, amelyek a harmadik piacokon versenyeznek a magyar kivitellel, és az orosz válságnak a magyar gazdaságra gyakorolt direkt és indirekt hatását sem tudták pontosan felmérni a befektetők. A külkereskedelem várható alakulására vonatkozó bizonytalanság miatt a befektetők egy leértékeltébb forintárfolyamot tartottak reálisnak. Az orosz válság kitörését követő időszakban hiába csökkent a belföldi infláció, a kialakult magasabb reálkamat szint mellett is a sáv belsejében maradt az árfolyam.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben a forintkamat szint alakulását a bejelentett leértékelési ütem, az árfolyam sávon belül várható elmozdulása, a külföldi kamatok, valamint a megkövetelt kockázati prémium összege határozza meg. Az orosz válság után a feltörekvő piacokkal szembeni általános bizalmatlanság tartósan megnövelte a befektetők által elvárt kockázati prémiumot. A belföldi **reálkamat szint számottevő emelkedése** a forint reálleértékelődése és a magasabb kockázati prémium eredőjeként alakult ki.

Az orosz válság kitörése utáni időszakban a jegybank monetáris politikája arra irányult, hogy megpróbálja mérsékelni a belföldi fundamentumok által nem indokolható mértékű kamatemelkedést. A gazdaságból a tőkekivonás miatt eltűnt likviditást a korábban felhalmozott rövid lejáratú (a korábbi tőkebeáramlás sterilizációjakor felhalmozódott) betétállomány leépítése pótolta. Az árfolyamrendszer hitelességének megőrzése érdekében a jegybank tartósan nem tudja eltéríteni a belföldi kamatszintet a pénzpiaci szereplők által elvárt kamatoktól, arra volt lehetősége, hogy a piaci szereplők pánikreakciói által előidézett kamatemelkedést kiküszöbölje. A tőkekiáramlás likviditási hatását semlegesítő politikával sikerült biztosítani, hogy ne kerüljön sor súlyos reálgazdasági következményekkel járó drasztikus hitelösszehúzásra. A pénzkínálat (M0) a gazdasági növekedéssel összhangban emelkedett, miközben a viszonylag magas reálkamatok fékezőleg hatottak a belföldi hitelkereslet növekedésére.

A makrogazdasági egyensúlytalanság a belföldi kereslet gyorsabb növekedése és nem külpiazi versenyképességünk romlása miatt következett be. A forint reálleértékelődése átmenetileg inflációs veszteséget okozhat, ezt a hatást azonban mérséklék az árfolyamsáv hitelességének megőrzéséből származó hosszú távú előnyök. Mindazonáltal a meghirdetett árfolyampálya összhangban van a gazdasági programban meghirdetett inflációs prognózissal.



A jelentés első részében ismertetjük az infláció elmúlt időszaki alakulásának főbb jellemzőit, majd az inflációs pályát befolyásoló legfontosabb tényezőket vesszük sorra. A második fejezetben a monetáris folyamatokat és a monetáris politika jelentősebb lépéseit mutatjuk be. Ezután rátérünk azoknak a keresleti - kínálati és egyensúlyi tényezőknél a vizsgálatára, melyek meghatározóak az infláció alakulásának és a monetáris politika alakításának szempontjából.

Főbb makrogazdasági mutatók												
	1996				1997				1998			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<i>Növekedési ütem (változatlan áron)</i>												
GDP*	0,7	0,5	1,1	2,8	2,3	4,6	5,5	5,5	4,7	5,1	5,6	4,7
ebből: belföldi felhasználás	-4,8	-2,7	2,3	6,6	4,1	4,5	3,5	5,2	3,9	9,1	10,9	8,0
– végső fogyasztás	-4,6	-3,1	-0,5	-3,4	1,2	3,4	2,9	2,3	2,9	4,1	4,4	6,5
= lakossági fogyasztás	-4,1	-3,1	-0,5	-3,0	1,2	3,7	3,1	2,2	2,9	4,1	4,4	6,9
– felhalmozás	-5,9	-1,3	11,2	31,6	17,0	8,3	5,3	10,4	8,0	25,7	28,7	10,6
= állóeszköz-felhalmozás	-2,3	-8,1	4,8	20,3	4,1	14,1	13,5	5,2	7,0	12,5	17,7	7,8
export (GDP)	14,8	14,2	4,4	2,0	19,0	24,5	28,8	27,5	28,8	17,5	11,4	13,1
import (GDP)	-2,4	5,0	7,8	12,2	22,6	24,4	24,5	25,4	25,2	25,6	22,7	20,0
Reáleffektív árfolyamindex*												
Termelői ár	1,0	-5,0	-4,4	-6,0	-8,2	-5,5	-4,6	-2,0	0,6	2,4	5,2	7,1
Fajlagos munkaköltség alapú (GDP alapon)	20,3	10,5	6,1	4,3	-1,4	-1,9	-0,2	-0,3	1,8	5,0	7,5	6,6
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttó alapon)	16,6	8,0	5,2	5,3	1,3	2,1	4,3	3,2	5,5	7,7	10,2	10,5
Hiány												
Államháztartás egyenlege (pénzforg. szeml.)***	-1,6	-5,6	-1,1	-3,7	-5,3	-3,8	-3,0	-6,7	-7,2	-2,9	-4,0	-4,8
Államháztartás elsődleges egyenlege***	7,5	1,7	4,0	4,3	4,5	3,3	4,2	0,9	2,4	1,6	2,2	0,4
<i>Milliárd dollár</i>												
Folyó fizetési mérleg	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-1,0
Külföldi működőtőke-befektetés	0,5	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,3	0,5	0,2	0,4
Megtakarítási ráta**** (%)	9,9	10,7	11,1	11,1	8,4	9,1	10,7	12,6	8,8	11,6	11,7	10,0
Munkanélküliségi ráta* (%)	10,2	10,1	9,9	9,6	9,3	9,1	8,7	8,3	8,0	7,9	7,7	7,5
Egy főre jutó bruttó átlagkereset** (előző év azonos időszaka = 100 %)	18,1	21,7	18,7	22,1	25,7	21,4	21,2	21,1	21,2	19,2	18,1	15,5
Egy főre jutó nettó átlagkereset reálértéken** (előző év azonos időszaka = 100 %)	-8,6	-3,9	-4,7	-1,6	6,4	4,7	4,2	5,0	3,2	3,3	4,2	4,2

* Az anyagban felhasznált éves és negyedéves GDP-számítások MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól.
 ** A pozitív számok reálértékeltetésűek; nominális árfolyamindexek 1995-től piaci árfolyammal számítva; a deflátorok a feldolgozóiparra vonatkoznak.
 *** Becsült értékek, mert a helyi önkormányzatokra nincsenek megfelelő negyedéves adatok.
 **** A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az összes lakosság jövedelem százalékában. (A nettó pénzügyi megtakarítások nem tartalmazzák az árfolyamváltozásokból és egyéb tényezőkből adódó átértékelődések összegét.)
 * KSH munkaerő-piaci felmérése alapján, a nemzetközi (ILO) gyakorlat fogalmi rendszere szerint, munkanélküliek az aktív népesség százalékában, szigorúan igazított adatok.
 ** A költségvetési szerveknél és a 10 főnél többet foglalkoztató vállalkozásoknál teljes munkaidőben foglalkoztatottak.

Főbb monetáris mutatók												
	1996				1997				1998			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Infláció, fogyasztói árindex*	25,6	23,6	22,2	19,8	18,8	18,7	18,0	18,4	16,4	14,2	12,5	10,3
Infláció, termelői ár*	23,2	21,5	20,4	20,1	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4	7,1
Forint közép-árfolyamának leértékelése*	21,5	17,1	15,9	15,5	15,4	15,2	14,8	14,2	13,3	12,5	11,6	10,9
<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>												
M0	-7,5	-11,1	-8,0	-0,1	-0,2	0,3	0,9	-2,5	1,8	3,2	3,7	6,1
M1	-13,5	-8,1	-5,8	-0,3	1,7	0,4	1,3	9,8	6,7	9,1	8,0	6,9
M3	-3,2	0,0	0,7	2,2	-0,2	-1,0	0,0	1,0	2,3	4,0	4,6	4,7
M4	-0,2	3,3	5,1	7,4	6,4	6,5	6,7	5,8	8,6	9,2	9,8	10,0
<i>Pénzügyi hitelek állományának reálnövekedése*</i>												
Vállalati külföld+belföld	-11,3	-11,2	-10,2	1,6	5,5	7,4	9,4	6,7	8,2	8,5	9,1	11,3
Vállalati belföldi	-15,2	-13,3	-8,2	8,0	19,2	24,1	23,1	17,0	14,2	15,1	15,2	6,7
Lakossági	-26,5	-25,3	-24,7	-23,3	-23,7	-20,5	-14,7	-14,0	-11,4	-2,4	2,5	0,2
<i>Kamatok (%)*</i>												
Passzív repo 1 hónapos	25,0	24,0	23,25	22,25	21,5	20,75	20,25	19,75	18,875	18,0	18,0	16,75
90 napos diszkont kincstárjegy	24,13	23,94	22,73	22,24	20,76	20,02	19,41	19,28	18,8	17,34	19,27	16,21
12 hónapos diszkont kincstárjegy	24,53	24,96	22,86	21,46	20,07	19,77	19,67	19,01	19,13	17,33	17,4	16,08
3 éves államkötvény	-	25,44	22,99	21,47	16,73	17,42	18,08	17,97	18,36	16,56	16,23	14,8
BUX	2447	3288	3572	4134	5414	6795	7693	7999	8656	7805	4571	6308
Kamatprémium (bsp)**	450	440	340	360	376	338	257	459	363	363	674	533
<i>Konverziós forintkereslet</i>												
Konverzió, millió USD	1265	540	1314	872	471	799	1816	330	2448	929	-2307	-208
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása, *** millió USD	-23	-228	-139	-361	186	50	37	150	928	254	-708	-190
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele, **** millió USD	5	78	164	453	-60	5	210	215	-56	87	128	431

* Az időszak végén.
 ** Kamatprémium: a 3 hónapos diszkont kincstárjegy befektetésektől elhanyagolható a leértékelési ütem és a külföldi kamatok felett. Az aktuális leértékelési ütemet változásának hivatalosan bejelentésekor módosítottuk.
 *** Privatizációra kimosuló bevételek nélkül.
 **** Tulajdonosi hitekkel együtt.

I. Az infláció alakulása

Az éves inflációs ráta 1998 decemberére 10,3%-ra csökkent, ami az 1997. decemberi 18,4%-os rátához viszonyítva 8,1 százalékpontos javulást jelentett. Az éves átlagos infláció ennél kisebb ütemben mérséklődött, az 1997. évi 18,3% után tavaly átlagosan 14,3%-kal emelkedtek a fogyasztói árak. 1999-ben az infláció csökkenése tovább folytatódott, az év első két hónapjában már egyszámjegyű, 9,8%, illetve 9,4% volt az árnövekedés üteme. Az árnövekedés üteme a fogyasztói kosár mindegyik összetevője esetében mérséklődött. A világpiaci áralakulás hatására a benzin és az élelmiszerek árnövekedése lényegesen kisebb volt, mint az inflációs folyamat trendjét tükröző maginflációé. A legmagasabb árnövekedést a nominális árfolyam által nem fegyelmezett piaci szolgáltatások és a szabályozott árak esetében tapasztaltuk. Legfontosabb kereskedelmi partnereinknél az infláció üteme 1998-ban tovább mérséklődött, ami az importált infláció csökkenésén keresztül a hazai áralakulásra is kedvezően hatott.

A Pénzügyminisztérium prognózisa év végére 9% körüli inflációs rátát jelez előre, tehát az inflációmérséklődés üteme a tavalyinál jóval kisebb lesz. A kedvező világpiaci ártendenciák folytatódására számítunk. A belföldi kereslet várhatóan magas nominális növekedése azonban lassítja az infláció csökkenésének mértékét.

A monetáris politika az árfolyam-alakulás hosszabb távú trendjének kijelölésével és az inflációs várakozások befolyásolásával hat a belföldi áralakulásra. A kormány a Magyar Nemzeti Bankkal egyetértésben – szem előtt tartva a makrogazdasági mutatókat és a pénzpiaci fejleményeket – október 1-i és január 1-i hatállyal csökkentette a forint havi csúszó leértékelésének mértékét. Míg 1998-ban 10,8%-kal értékelődött le a forint a valutakosárral szemben, az 1999. január 1-jétől érvényes havi 0,6%-os leértékelési ütem éves szinten a forint 7,4%-os leértékelődését eredményezi, ha az év során további árfolyamintézkedésre már nem kerül sor. Az előző évek 2–3%-os (fogyasztóiárindex-alapon számított) reálfelértékelődést megengedő politikája után tavaly a forint leértékelődésének mértéke megegyezett a fogyasztói árak emelkedésével.

A reálfolyam pályájának megváltozása a belföldi gazdasági folyamatok szempontjából nem volt indokolt, a pénz- és tőkepiaci szereplők magatartásában a nemzetközi tőkepiaci válság ha-

Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva

	Súly a fogyasztói árindexben	1997. dec.	1998. szept.	1998. dec.	1999. febr.
Fogyasztói árindex	100,0	18,4	12,5	10,3	9,4
Ipari termékek élelmiszer és benzin nélkül	33,3	13,5	11,2	11,3	10,1
Benzin	4,9	14,7	7,4	5,1	6,3
Élelmiszerek	27,6	20,0	11,3	6,1	4,1
Szabályozott árak	16,5	26,8	15,1	13,1	13,3
Piaci szolgáltatások	17,7	18,7	15,6	14,7	13,3
Maginfláció ¹	91,0	18,2	12,9	10,8	9,7
Nominál effektív árfolyam leértékelődése	–	11,2	16,6	13,9	10,9
A forint bejelentett nominális leértékelése	–	13,9	11,3	10,5	9,9

¹ Az MNB júliustól kezdve egy újfajta maginflációs mutatóval méri az árak emelkedését. Ez a mutató a fogyasztói árindexet megtisztítja az idényjellegű élelmiszerek (tojás, burgonya, zöldségek, gyümölcsök), a szilárd és cseppfolyós fűtőanyagok (szén, brikett, koks, tűzifa, tüzelőolaj), valamint a járműüzemanyag árváltozásának hatásától. Az ilyen módon számított maginflációs mutató az eredeti fogyasztói árindex 91%-át fedi le.

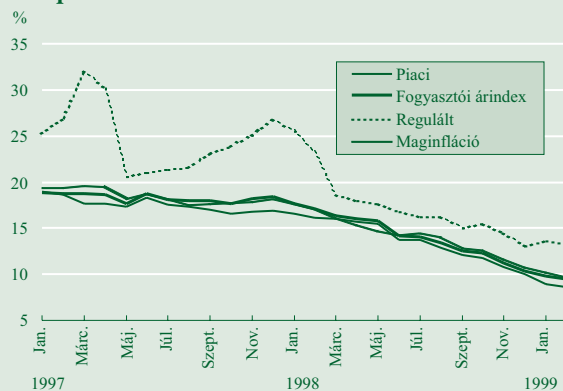
tására bekövetkezett változások nem tették lehetővé, hogy az árfolyampálya meredeksége az inflációhoz hasonló ütemben csökkenjen.²

Az áralakulást befolyásoló belföldi tényezők között a megélénkülő kereslet potenciális inflációnövelő tényezőt jelent. 1998-ban a lakossági fogyasztás, a beruházási kereslet növekedésével párhuzamosan a kormányzat keresleti hatása is nőtt, ami a belföldi keresletnek a termelési kapacitások bővülésénél gyorsabb növekedését eredményezte. A bővülő belföldi kereslet elsősorban a külkereskedelmi mérleg romlásában csapódott le, így az árnövekedést az importverseny fékezte. A kereskedelmi forgalomba nem kerülő termékeknél a tavalyi évben megvalósult beruházások eredményeként kiépülő új kapacitások mérsékeltek a bővülő kereslet árnövelő hatását, de ebben a termékkörben még így is 4%-kal gyorsabb árnövekedés következett be, mint a külkereskedelemmel közvetlenül versengő termékeknél.

Keresleti hatásán túl a kormányzat a szabályozott árú termékeken keresztül közvetlenül is befolyásolja a fogyasztói árindex alakulását. Míg 1998 második hónapjában még 23,2%-os inflációt regisztráltunk a szabályozott termékkörben, 1999 februárjában már csak 13,3%-ot, ami önmagában 2%-kal csökkentette az inflációs rátát, és a termelési költségek kisebb növekedésén keresztül más termékcsoportoknál is hozzájárult az alacsonyabb árnövekedési ütem kialakulásához. E kedvező hatás az energiahordozók árának alacsonyabb növekedéséből adódott, az árszabályozás alá eső szolgáltatások ára az átlagos inflációt lényegesen meghaladó mértékben emelkedett.

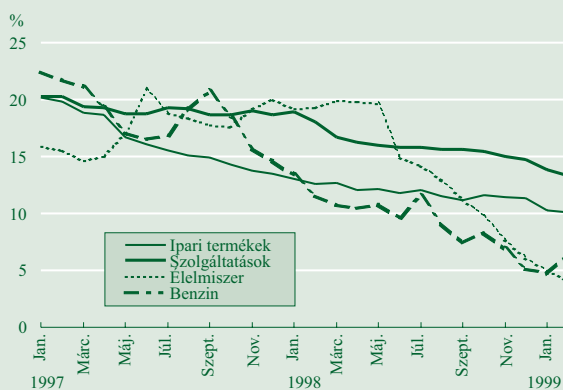
A mérsékelt költségoldali inflációs nyomás ellentétes folyamatok eredőjeként alakult ki. A nemzetgazdaság egészét tekintve 1998 negyedik negyedében a reálberek átlagosan 3,8%-kal növekedtek, ami figyelembe véve a termelékenység javulását, a vállalati jövedelmezőség kismértékű javulását is lehetővé tette. Kedvező fejlemény, hogy a feldolgozóiparban és a kereskedelemben a bérinfláció 1997-hez viszonyítva jelentősen mérséklődött (feldolgozóipar 1997. IV. negyedév: 22,7%, 1998. IV. negyedév 16,6%). A kereskedelem nélküli szolgáltató szektorokban – amely a legszűkösebben rendelkezésre álló szellemi munkaerőt a legnagyobb arányban foglalkoztatja – a bérinfláció tartósan magas szinten stabilizálódott (1998. IV. negyedév 23%). A magasán kvalifikált munkaerő szűkössége miatt a magasabb bérnövekedési ütem a többi ágazatra is átgyűrűzhet. A reálbér-növekedés jövedelmezőségre gyakorolt hatását részben a korábbi évek beruházásai hatására hatékonyabbá váló munkaerő-felhasználás mérsékelte, de az egyéb szolgáltatásoknál a magasabb reálbér-növekedés az átlagosnál gyorsabb árnövekedésben is tükröződött. A költségoldali inflációs nyomást tovább csökkentette az élelmiszer, az energia és a különböző nyersanyagok világgpiaci árának mérséklődése. Mindezen tényezők eredményeként az árnövekedés üteme azon termékek esetében is jelentősen csökkent, amelyeket közvetlenül nem fegyvelmez a nominális árfolyam.

A fogyasztói árindex piaci és szabályozott komponensének alakulása*



* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva, a piaci árak, az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árának változása.

A nem szabályozott árak alakulása*



* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

² Az árfolyampálya alakulását meghatározó tényezőket a monetáris folyamatokat bemutató II. fejezetben elemezzük.

Világpiaci árváltozások 1997–1998-ban (éves százalékos változás, december/december)

	1997	1998
	<i>Világpiaci árak dollárban</i>	
Élelmiszer	-5,3	-13,7
Olaj	-28,1	-29,4
Alapanyagok energiahordozók nélkül	-6,5	-13,7

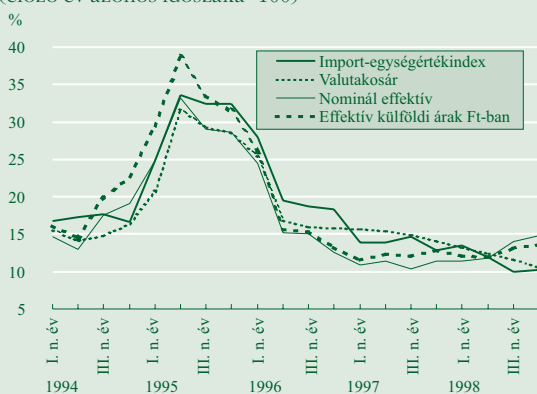
Forrás: IIMF IFS.

Fogyasztói árak növekedése 1996–1998-ban (éves százalékos változás)

	1996		1997		1998	
	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói
	árak változása		árak változása		árak változása	
Egyesült Államok	2,8	3,3	-0,6	1,8	-3,2	1,6
Japán	-0,4	0,6	1,3	2,1	-2,0	0,6
Németország	0,2	1,4	1,0	1,9	-1,2	0,5
Csehország	4,4	8,6	5,7	10,0	2,2	6,8
Lengyelország	11,2	18,5	11,5	13,2	5,8	8,6
Magyarország	20,1	19,8	19,5	18,4	7,9	10,3
Szlovákia	4,7	5,4	4,4	6,4	..	8,0
OECD összesen	8,2	4,7	2,7	4,3	0,7	2,0
EU-15	0,2	2,2	1,4	2,1	-1,7	1,4
G-7	1,1	2,4	0,3	1,9	-0,9	1,3

Forrás: IMF World Economic Outlook, 1998 Dec.
EBRD Transition Report, 1998.
OECD Main Economic Indicators, 1999 Feb.

A külkereskedelmi egységértékek és a különböző árfolyamindexek változása (előző év azonos időszaka=100)



1. Az importált infláció alakulása

Legfontosabb kereskedelmi partnereinknél 1998-ban tovább mérséklődött a fogyasztói ár alapon számított infláció. Ebben fontos szerepe volt az alapanyag és az energia árak világpiaci esésének, ami a délkelet-ázsiai és az orosz válság nyomán csökkenő kereslet, és az exportbevételeik növelésére kényszerülő országok növekvő kínálatának eredőjeként jött létre.

A fejlett országokban a kedvező külső hatásokon kívül az ár alakulást meghatározó belső költségtényezők is az árnövekedés alacsony szinten tartását támogatták. Az Európai Unióban a mérsékelt ütemű gazdasági növekedés mellett továbbra is nagyarányú munkanélküliség lehetővé tette a béremelések visszafogását és a konvergencia követelmények által is meghatározott szigorú fiskális politika ugyancsak az árnövekedés fékezése irányában hatott. Az Egyesült Államokban az alacsony importált infláción kívül a jelentős termelékenység növekedésnek köszönhetően a mérsékelt munkaköltség növekedés és az erős dollár járult hozzá az áremelkedés mérsékléséhez. Így az év végére az Egyesült Államokban és az euró régióban 35 éves mélypontra süllyedt a fogyasztói árak emelkedése, a recesszió sújtotta Japánban pedig a második félévben csökkentek az árak.

A fejlett országok mérsékelt árnövekedése az import devizaárak növekedését fékezve hozzájárult ahhoz, hogy a kelet-európai országok többségében 1998-ban folytatódott az infláció mérséklődése. Lengyelországban az alacsony importált infláción kívül a belföldi kereslet lassuló növekedése és a bérinfláció mérséklődése is támogatta az infláció csökkenését. Csehországban a kedvező külső feltételek, az 1997 májusi valutaválság óta követett szigorú fiskális és monetáris politika és a GDP több, mint 2%-os csökkenése is az infláció mérséklődése irányában hatott: az év végére mind a termelői, mind a fogyasztói infláció több, mint három százalékponttal csökkent. Szlovákiában a lassan meginduló strukturális reformok, a rögzített árfolyamrendszer évközben történt megváltoztatása ellenére a fogyasztói árak csak kismértékben, 8%-kal nőttek.

Főbb kereskedelmi partnereink csökkenő inflációjának hatására az importált infláció a leértékelési ütemnél nagyobb mértékben csökkent, 1998. harmadik negyedévében az import egységértékesítés 1997. harmadik negyedévéhez képest 9,8%-kal emelkedett. Ha a külföldi árak csökkenését is figyelembe vesszük, és az effektív külföldi árat a leértékelési ütem és a külföldi feldolgozóipari ár szorzataként definiáljuk, az importárak változása ezt is alulmúlta. A cserearány-változások is hozzájárultak az importált infláció csökkenéséhez.

2. A fogyasztói árak változásának összetevői

A monetáris politika közbülső céljának választott nominális árfolyam legközvetlenebbül a külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek árát befolyásolja, melyeket az egyszerűség kedvéért **ipari termékeknek** nevezünk. Az árfolyamrendszer árnövekedést fegyelmező erejét tükrözi, hogy az elmúlt két évben az ipari termékek ára követte a nominális árfolyamot.

A gazdaság szereplői a bejelentett leértékelési ütemhez áraznak, a keresztárfolyam-várakozásokat átmenetinek tekintik, és így nem építik be áraikba. Mivel az árak felülvizsgálatára csak időközönként kerül sor, a forint orosz válság kitörését követő átmeneti meggyengülése nem épült be az ipari termékárak alakulásába. A jövőbeli árfolyamalakulással kapcsolatos bizonytalanság növekedését azonban jelzi, hogy 1998 utolsó negyedében az élelmiszerárak éves árnövekedése közel 0,5 százalékponttal meghaladta a forint leértékelődésének mértékét. Az átmenetileg magasabb növekedési ütem az árfolyampályával továbbra is konzisztens, de az árfolyamsáv erős szélétől elszakadó árfolyam alakulásra vonatkozó várakozásokat mutat.

Az infláció csökkenésének az MNB várakozásait is meghaladó mértéke alapvetően a fogyasztói kosár 27,6%-át adó **élelmiszerárak** alakulásához köthető. E termékkör áralakulását két termékkör dominálja, az idényjellegű, főként belföldi forgalmazású termékek, illetve azok a termékek, melyek a külföldön jelentős versenynek vannak kitéve. Belföldön mindkét termékkör jelentős vámvédelmet élvez, ennek ellenére a világpiacon kialakuló kereslet-kínálati viszonyok az exportáron keresztül befolyásolják az élelmiszer-ipari termékek hazai értékesítési árát.

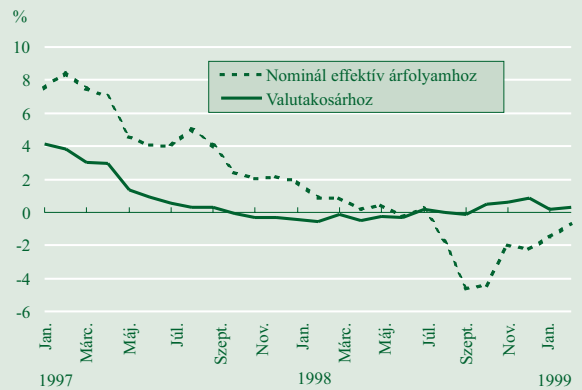
Az idényjellegű termékek árának alakulása 1998-ban kedvezően befolyásolta az infláció alakulását. A külkereskedelemben versengő élelmiszerek világpiaci ára az orosz kereslet kiesését követően jelentősen csökkent, amit a belföldi áralakulás is követett. A belföldi élelmiszerárak a dollárban mért világpiaci árakat követik, így a keresztárfolyamok változása is befolyásolja a belföldi árak alakulását. Ez a dollár erősödésének időszakában (1996–97) kedvező volt a termelők számára, mivel a dollárban számított árak csökkenése ellenére a kosárvalutában számított bevételek emelkedtek. 1998-ban viszont rendkívül hátrányosan érintette őket, hogy a világpiaci árak további csökkenésével egyidőben a dollár is gyengült.

A szabályozott áras termékek és szolgáltatások élelmiszerárak éves árnövekedése jelentős mértékben csökkent: míg 1997 decemberében a hatósági árak 26,8%-os emelkedése 8,4 százalékponttal haladta meg a leértékelési ütemet, az 1999. februári 13,3%-os élelmiszerárak éves árnövekedésével ez a rés 3,4 százalékponttal zsugorodott.

A szabályozott árú termékeket két csoportra oszthatjuk: a háztartási energiára, a szabályozott árú szolgáltatásokra és termékekre. Az elmúlt években az energiaárak emelkedése rendre meghaladta a többi termékcsoporthoz mért élelmiszerárak éves árnövekedési ütemét. A tartósan magasabb élelmiszerárak éves árnövekedési ütem nemcsak a folyó költségek növekedését tükrözte, hanem egy árkorrekcióra is sor került, amire elsősorban azért volt szükség, mert a szolgáltatások árjai többnyire nem fedezték az előállításukhoz szükséges tőke költségeit. E korrekciós periódus lezárultával az árszabályozás sokkal szorosabb együttmozgást eredményez a nominális árfolyam és az energiaárak alakulása között.

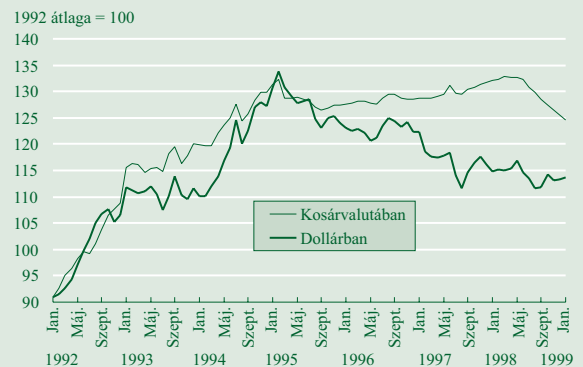
Az árszabályozás másik fontos területe a piaci erőfölénnyel rendelkező cégek áralakításának kontrollja. E területeken a szabályozó hatóság feladata az, hogy megakadályozza a piaci erőfölénnyel való visszaélést, és ezáltal hatékony működésre ösztönözze a vállalkozásokat. Ha sikerül elérni, hogy az árképzésben egyre nagyobb hangsúly jusson az előrettekintő inflációhoz kapcsolódó elemeknek, az árszabályozás aktívan járulhat hozzá az infláció mérséklődéséhez. Ezt nem sikerült elérni, a hatósági árak az inflációt meghaladó mértékben emelkedtek, és más tevé-

Az élelmiszerek és benzin nélkül számított termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez viszonyítva*



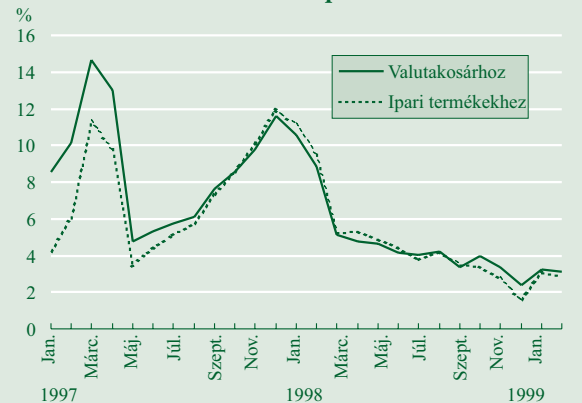
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A dollárban és kosárvalutában mért magyar élelmiszer-árszínvonal*



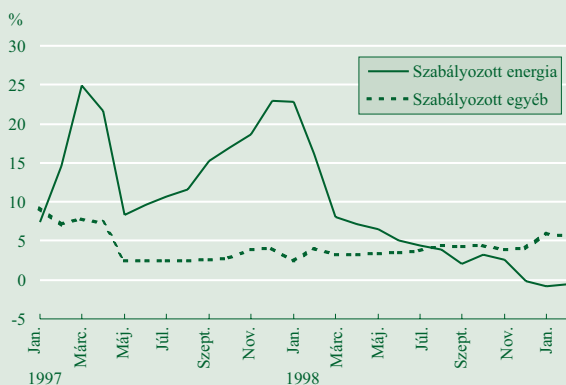
* 1992. átlaga = 100.

A szabályozott áras termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és az ipari termékekhez



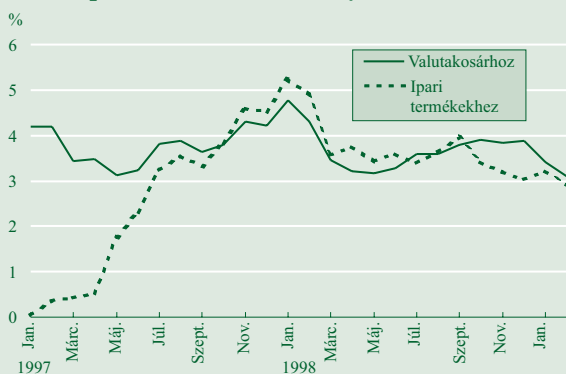
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A szabályozott áras energia és a szabályozott áras szolgáltatások, termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez viszonyítva*



* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A piaci szolgáltatások éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és a külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékekhez viszonyítva*



* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

kenységek költségeinek növelésével jelentősen akadályozzák az infláció további csökkenését.

Míg hosszabb távon az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árnövekedési dinamikája közötti különbség a két tevékenység termelékenység-növekedése közötti különbséggel magyarázható, rövid távon a kereslet-kínálati viszonyok is befolyásolják a szolgáltatások relatív árának alakulását. 1998-ban a belföldi kereslet bővülése az ipari termékek árnövekedését 4 százalékponttal meghaladó inflációt eredményezett a piaci szolgáltató szektorban. Az 1997-ben tapasztalt árnövekedési ütemkülönbség úgy alakulhatott ki, hogy a gyorsabb kereslet-növekedés árnövelő hatását ellensúlyozta a szolgáltatói kapacitások számottevő bővülése. Az új beruházások feltehetően a szolgáltatói tevékenységek termelékenységét is javították.

II. Monetáris politika

1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1998 második felében döntően az inflációs folyamatok kedvező alakulása, a növekvő külső egyensúlytalanság, valamint a nemzetközi pénzügyi környezet változásai befolyásolták.

Az inflációs folyamatok kedvező alakulása a turbulens pénzügyi környezet ellenére lehetővé tette a leértékelési ütem csökkentését.

A kormány és az MNB 1998. szeptember 1-jétől havi 0,7%-ra, 1999. január 1-jétől havi 0,6%-ra csökkentette a leértékelés ütemét.

A vártnál nagyobb mértékű inflációcsökkenés miatt 1998-ban reálfolyam- és leértékelődésre került sor, és a keresztfolyam-változások is a forint leértékelődése irányába hatottak.

Az exportszektor jövedelmezőségének alakulása alapján e leértékelődés versenyképességi szempontból nem volt indokolt. A reálfolyam-pálya alakulását alapvetően a pénz- és tőkepiaci szereplők magatartásában bekövetkezett változások tették szükségessé.

1997–98-ban több olyan ország valutája is jelentősen leértékelődött, amely harmadik piacokon versenyez a magyar kivitellel, és az orosz válságnak a magyar gazdaságra gyakorolt direkt és indirekt hatását sem tudták pontosan felmérni a befektetők.

A külkereskedelem várható alakulására vonatkozó bizonytalanság miatt a befektetők egy leértékeltebb forintárfolyamot tartottak reálisnak. Az orosz válság kitörését követő időszakban hiába csökkent a belföldi infláció, a kialakult magasabb reálkamat szint mellett is a sáv belsejében maradt az árfolyam. Így az orosz válság kitörése óta történt kétszeri leértékelési ütemcsökkentés ellenére a forint reálértékben leértékelődött.

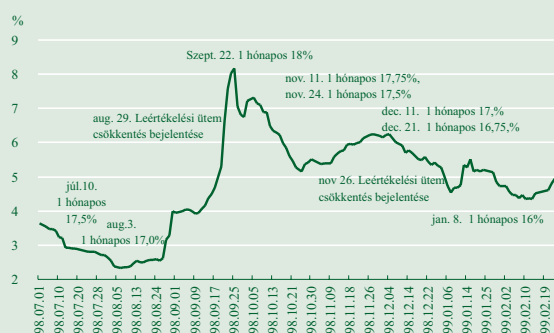
Az árfolyampálya kijelölését befolyásoló további tényező, hogy az inflációs várakozások lassabban alkalmazkodtak az infláció szintjének gyors csökkenéséhez.

Az elmúlt év harmadik negyedében a makroelemzők és a Pénzügyminisztérium egyaránt kétszámjegyű inflációt vártak 1999-re, ami magasabb nominális bérköveteléseket, és – részben ennek köszönhetően – a szabályozott szolgáltatások körében magasabb áremelkedést eredményezett.

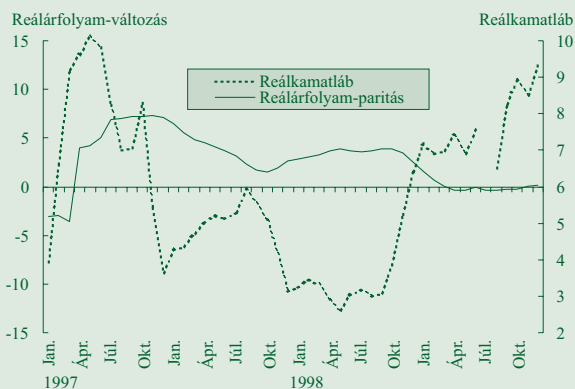
Az ebből fakadó bér- és ármereség veszélybe sodorhatta volna a gazdaság nominális pályájának hitelességét.

Az inflációs inercia átmeneti megemelkedése az árfolyampálya meredekségének csak fokozatos csökkentését tette indokoltá.

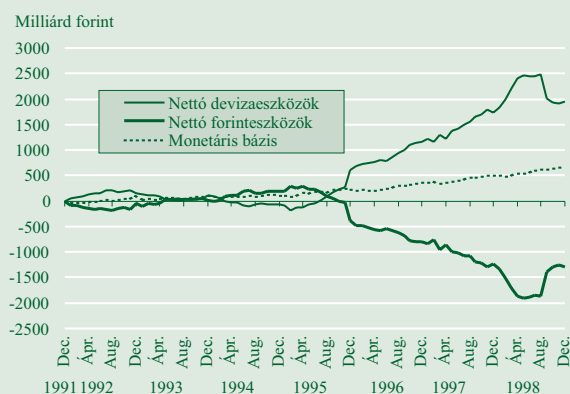
A három hónapos diszkont kincstárjegy évesített kamatprémiuma



A monetáris kondíciók változása



A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*



* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991 december – 100.

A válságokkal terhelt nemzetközi pénzügyi környezetben a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium¹ jelentősen megemelkedett, volatilisabbá vált, majd az év végére 500 bázispont körüli szinten stabilizálódott. Ez 100–150 bázisponttal haladta meg a tőkepiaci válságok kirobbanását megelőző értéket. A növekvő prémium részben nemzetközi tőkepiaci eseményekkel magyarázható, de a tavalyi év utolsó negyedétől már egyre nagyobb szerepe volt a fundamentális megfontolásoknak. Az orosz válság és az európai növekedés lelassulása, valamint a belföldi felhasználás erőteljes növekedése a folyó fizetési mérleg romlását vetítette előre.

A befektetői elvárásokkal és a csúszó leértékeléssel konzisztens kamatpolitika rövid távon magas reálkamatokat eredményezett, annak ellenére, hogy a jegybank sterilizációs eszközei segítségével pótolta a pénzpiaci válság miatt kialakult likviditáscsökkenést. A reálkamat emelkedése részben a forint befektetésektől elvárt kockázati prémium növekedésének tulajdonítható. Ehhez hozzáadódott, hogy a korábbi időszakra jellemző reál felértékelődéssel szemben az elmúlt időszakban a forint átmenetileg reál leértékelődött. A két tényező együttesen a belföldi reálkamatlábak 400 bázispont körüli növekedését eredményezték.

A grafikonon előretételező inflációval három hónapos kincstárjegyzamok alapján számított reálkamatokat ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyam-változás és az előretételező infláció hányadosát mutatja.

Az orosz válság kitörése utáni időszakban az MNB megpróbálta mérsékelni a belföldi fundamentumok által nem indokolható mértékű kamatemelkedést, sterilizációs politikájával pótolta a gazdaságból a tőkekivonás miatt eltűnt likviditást. Ennek eredményeként a **monetáris bázis** az elmúlt év során egyenletesen növekedett, így a pénzpiaci válság ideje alatt is elkerülhető volt a hitelkínálat súlyos reálgazdasági következményekkel járó gyors összehúzódása.

A monetáris kondíciók szigorítása a kereskedelmi bankok által kínált hitelkonstrukciók reálkamatait is megemelte. A betéti oldalon hasonló kamatemelkedésre nem került sor, mivel a nem banki befektetési lehetőségekben megrendült bizalom e nélkül is a banki eszközök irányába történő portfólióátrendezésre ösztönzött. A forint iránti kereslet a csökkenő inflációval és a gazdaság növekedésével összhangban emelkedett. A forinthitelek kereslete mérséklődött, amit azonban ellensúlyozott a külföldi hitelfelvétel bővülése és a vállalatok állampapír-portfóliójának leépítése.

2. Árfolyam- és kamatalakulás

Az oroszországi válság kitörését követő időszakban a jegybank politikáját alapvetően az vezérelte, hogy az árfolyam-sáv hitelességének megőrzése mellett minimalizálja a válság reálgazdasági következményeit. Az MNB verbális intervencióval

¹ A 90 napos diszkont kincstárjegy hozama a bejelentett leértékelési ütem és kosárszerkezetben számított külföldi kamatok felett. A jelenlegi csúszó árfolyamrendszerben a kockázati prémium három fő komponensből áll, az árfolyam sávon belül várható elmozdulása, a vissza nem fizetés és az árfolyamsáv feladása miatt bekövetkező esetleges veszteségekért kompenzáló felárak összege.

A monetáris bázis alakulása

	Milliárd Ft					Éves változás
	Nyitó állomány	1998				
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
I. Monetáris bázis (II + III)	994,4	57,7	62,5	45,5	1160,9	166,5
Készpénz	621,3	-20,3	42,3	29,9	736,0	114,7
Tartalék	373,1	21,1	15,4	15,6	424,9	51,8
II. Nettó forinteszközök (b + c + d - a)	410,2	-491,5	502,0	94,8	342,1	-68,1
a) Sterilizációs instrumentumok*	537,7	449,6	-498,1	-46,7	525,4	-12,3
b) Pénzügyi hitelek*	169,5	-2,5	31,8	-19,4	167,1	-2,4
c) Kormányal szembeni nettó követelések	757,5	-0,4	54,3	35,4	718,4	-39,1
Ebből: KESZ. (-)	119,5	-55,7	-77,9	-89,4	33,1	-86,4
állampapír (+)	464,8	-19,5	-4	-0,5	376,9	-87,9
egyéb (+)	412,2	-36,6	12,2	-23,1	374,6	-37,6
d) Egyéb	20,9	50,2	-82,2	32,1	-18,0	-38,9
III. Nettó devizaeszközök	584,2	492,3	231,1	-439,5	818,8	234,6
Nettó külföld	-662,0	304,5	118,6	-301,4	-501,9	160,1
Követelések	1910,3	321,5	83,7	-168,3	2260,0	349,7
Tartozások	2572,3	17,0	133,1	74,4	2761,9	189,6
Nettó belföld	1246,2	187,8	112,5	-138,1	1320,7	74,5
Követelések	1911,4	40,4	75,6	110,5	2137,6	226,2
Tartozások	665,2	-147,4	-36,9	87,4	816,9	151,7

* Pénzügyi betét + MNB kötvény.
**Pénzügyi hitelek + visontésszámlított váltók + aktív repóállomány.

igyekezett ráirányítani a piaci szereplők figyelmét, hogy az ország fundamentumai nem indokolják a forint elleni spekulációt. A tőkebeáramlása idején folytatott óvatos sterilizációs politika lehetővé tette, hogy a tőke kiáramlását is sterilizálja a jegybank. Az ország stabil fundamentumai alapján az MNB a kockázati prémium megugrását átmeneti jelenségnek tekintette, és likvid tartalékaik lehetőségét adták az átmeneti tőkekiáramlás tolerálására. A csökkenő infláció miatt megemelkedett reálkamat szint mellett további kamatemelést nem tartott indokoltnak, a prémium növelésére a reálárfolyam alakulása alapján indokolt leértékelési ütem csökkenése révén került sor. Mindezek ellenére az árfolyamsáv hitelességének megerősítése érdekében szeptember végén az irányadó kamatok emelése is szükségessé vált.

Az orosz válság kitörését követő, a feltörekvő piacokat általánosan érintő bizalmi válság hatására augusztus végére a forint az intervenció sáv széléig gyengült, és szeptembertől jegybanki intervencióra is szükség volt.² Az intervenció mögött csak kisebb mértékben állt a tőke kiáramlása, alapvetően a belföldi pénzpiaci szereplők kényszerű portfólióátrendezése tette szükségessé a jegybank forintvásárlását.

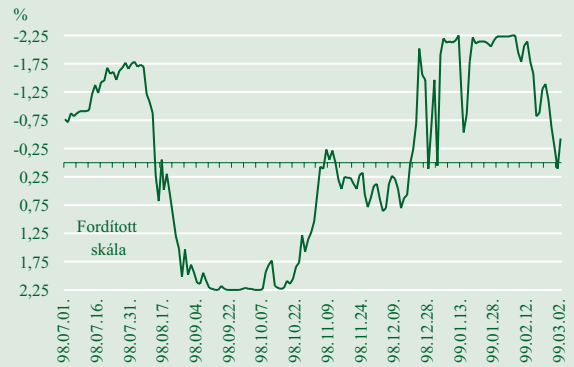
Az oroszországi válság átgyűrűződése, valamint a nemzetközi tőkepiacokon kialakult likviditásszűkösség megnövelte a forintbefektetésektől elvárt kamatprémiumot, melynek a válság előtti magyar hozamszint nem felelt meg. Ennek következtében az állampapírpiacra a külföldiek részéről eladási hullám bontakozott ki, augusztus–szeptemberben összesen 250 milliárd forinttal csökkent a külföldiek kezében lévő államkötvény-állomány. A részvénypiacról is történt tőke kivonás, de ennek mértéke meg sem közelítette a pénzpiaci szereplők korábbi becsléseit, legfeljebb 50–70 milliárd forint körül járhatott.³ A tőke kivonás döntő hányada már az első jegybanki intervenció előtt bekövetkezett, a külföldiek állampapír-eladásaiából származó devizakeresletet a bankok nettó devizaeszközeinek növelése fedezte. A többi közép-európai országgal éles ellentétben a jelentős állampapír-piaci hozamemelkedés is csak szeptember közepén, a külföldi tőke kivonás után következett be. Ennek az volt a magyarázata, hogy a kereskedelmi bankok az állampapírokat a jegybanki betétek közeli helyettesítőinek tekintették, így a jegybanki betétállomány leépülése fékezni tudta a hozamok emelkedését.

Szeptember második felére a tőkekiáramlás lényegesen lelassult. Ennek ellenére a jegybank jelentős devizapiaci intervencióra kényszerült, majd szeptember 22-én az irányadó kamatok is megemelte 100 bázisponttal. Ebben az időszakban nem került napvilágra olyan új információ, amely a külföldi befektetők magatartását, illetve az országspecifikus kockázati prémiumot érdemben befolyásolta volna. A forint sávon belüli tartós gyengesége és a szükségessé vált jegybanki intervenció a tőke kivonás mellett a hazai bankrendszer és az intézményi befektetők magatartásában bekövetkezett változással magyarázható. Amint az a konverzió forrásait bemutató táblázatból leolvasható, a harmadik negyedévi, összesen 508 milliárd forintos jegybanki intervencióból 416 milliárd forintot tett ki ez utóbbi tétel (III.+ IV. sorok összege).

² Az orosz válságnak a hazai tőkepiacokra és monetáris politikára gyakorolt hatásával az inflációs jelentőségünk előző száma részletesen foglalkozott.

³ A KELER által névértéken nyilvántartott befektetési állomány változása a jelentős áringadozások miatt a részvények esetében jóval kisebb kapaszkodóul szolgál, ehhez a potenciális hazai vásárlók viselkedésének elemzésével juthatunk el.

A forint pozíciója az intervenció sávjában



A forint iránti kereslet komponensei

	1997	1998. I. félév	1998. III. n. év	1998. IV. n. év	1998. Összesen
A) Konverzió	877,6	744,5	-508,3	-44,9	191,3
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	707,6	-508,3	-45,2	154,2
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	235,6	36,9	0,0	0,2	37,1
A konverzió forrásai (I...VIII)	877,6	744,5	-508,3	-44,9	191,3
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1 + 2)	-40,8	-115,3	-76,3	-191,8	-383,5
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-192,2	-94,7	-208,6	-495,5
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	137,0	76,9	18,4	16,8	112,0
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	182,9	37,0	91,9	311,8
III. Bankok konverziós hatása	-5,9	-13,0	-46,6	-13,3	-72,9
IV. Derivatívok hatása	160,6	288,2	-369,3	-125,3	-206,4
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	16,2	4,1	-12,2	8,0
VI. Nettó portfólió - befektetések (1 + 2)	334,9	384,6	-103,7	139,2	420,1
1. Állampapír	22,7	251,6	-157,4	100,1	194,4
2. Részvény*	312,2	133,0	53,6	39,1	225,7
VII. Vállalati devizahitel (1 + 2) = (a + b)	87,8	-20,9	28,7	65,7	73,5
1. Belföldi	37,1	54,1	-6,4	6,1	53,8
2. Külföldi	50,7	-75,1	35,1	59,6	19,7
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-9,1	1,8	55,5	48,2
b) Éven túli	100,3	-11,9	26,9	10,2	25,3
VIII. Tőketranszferek	22,1	21,9	17,9	0,8	40,6
B) Kamatérzékeny (III+IV+V+VI/1+VII)	275,2	522,1	-540,5	15,0	-3,4
C) Rövidlejáratú kamatokra érzékeny (B-V-VII/b)	165,0	517,8	-571,4	17,0	-36,7

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.
**A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú ú forint pozíciók leépülését mutatja.

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre

Az orosz válság előtti időszakban a bankrendszer jellemzően mérleg alatti, tőzsdei és OTC derivatív ügyletekkel fedezte mérleg szerinti hosszú forintpozícióját. A tőzsdei határidős devizapozíciók kínálatát a kosár spekulánsok képviselték, akik a forint fedezett kamatparitás feletti prémiuma miatt tudtak határidős eladással nyereségre szert tenni. A krízis előtti időszak árfolyam-alakulása alapján a sávon belüli leértékelődés veszélyét nem tekintették jelentősnek, a tőzsdéken olyan elszámoló árak alakultak ki, melyek a derivatív pozíciók magas tőkeáttétele miatt már viszonylag kis sávon belüli elmozdulás esetén is veszteséget okoztak a spekulánsoknak.

A forint gyengülése utáni első időszakban a piaci szereplők egy része a tőzsdei elszámoló árak manipulálásával igyekezett késleltetni a veszteségek realizálódását. Abban bíztak, hogy a szeptemberi lejárat kifutásáig a piaci árfolyam visszatér a sáv erős szélére, így pozícióik ex post nyereségesek lettek volna, csak a krízisszakaszban lett volna margin befizetési kötelezettség. A brókercégek jelentős részénél a partnerrizikó kezelésére kívánivalókat hagyott maga után, emiatt a cégek nem lehetnek biztosak abban, hogy képesek lesznek a margin követelményeket, illetve a pozíciók zárása esetén a realizált veszteségeket az ügyfelektől behajtatni.

A szeptemberi lejárat közeledtével egyre valószínűbbnek tűnt, hogy e veszteségeket realizálni kell, s mivel az árfolyammanipuláció a tőkepiac alapvető funkcióját veszélyezteti, mindkét tőzsde lépéseket tett az árfolyam kordában tartására. Az árfolyam várható alakulása körüli nagyobb bizonytalanság csökkentette a kosárpozíciók várható nyereségét, s feltételezhető, hogy a kosárspekulánsok likviditási korlátba ütköztek az elszünetelt veszteségek miatt. Ily módon a határidős devizakínálat drasztikusan csökkent, a lejárt, illetve kényszerlikvidált határidős pozíciókat nem újították meg. A forgalom és a nyitott kötésállomány mindkét tőzsdén gyakorlatilag folyamatosan zuhant az ősz során, a kínálat hiánya miatt a derivatív piac elvesztette kockázatkezelő funkcióját.⁴

A bankok fedezetlen nyitott devizapozíciójának mértékét törvényi szabályozás korlátozza. Mivel szeptember elejétől kezdve sem OTC-ügyletekkel, sem tőzsdei derivatívákkal nem volt lehetőség a mérleg szerinti hosszú forintpozíciók mérleg alatti műveletekkel történő fedezésére, a bankok számára a kívánatos fedezeti szint elérésére mérlegben szereplő azonnali műveletekkel nyílt lehetőség, ami jelentős devizakereslet-növekedéshez vezetett. Mivel a nemzetközi tőkepiacok attitűdje október végéig meglehetősen hűvös maradt és a fizetési mérleg is viszonylag kedvezőtlenül alakult, a jegybank volt az egyetlen piaci szereplő, ami az intervenció révén növelni tudta a devizapiaci kínálatot annak érdekében, hogy az egyensúlyi árak az árfolyamsáv belsejében maradjanak. A devizavásárlásokat a bankok a jegybanki betétállományuk leépítésével finanszírozták, s devizapozíciójukat főleg jegybanki devizabetéteik növelésével, kisebb mértékben rövid lejáratú külföldi forrásaik csökkentésével is javították. Ez azt jelenti, hogy az intervenció során az MNB által eladott deviza jelentős része a bankok jegybanki devizabetéteit növelte, s nem a tőkekiáramláshoz kapcsolódott.

⁴ Az OTC derivatívák piacán jelentős szerepet betöltő brókercégek esetében is megfigyelhető volt a kockázatviselő képesség csökkenése.

Mivel a pénzpiaci szereplők a jegybanki jelzések ellenére sem ismerték fel, hogy az effektív tőke kivonás, azaz a jegybanki tartalékok csökkenése nagyságrendileg elmarad a devizapiaci intervenció összegétől, szeptember végén a jegybank mégis kamatemelésre kényszerült. E lépés alapvető funkciója az volt, hogy a piaci szereplők számára demonstrálja, hogy költségek árán is kész az árfolyamsáv védelmére. A jegybank jelzése, hogy a befektetői elvárásoknak megfelelő hozamszintet kialakítva fenn fogja tartani az árfolyamsávot, mind a spot, mind a határidős devizakínálatra is ösztönzőleg hatott. Mivel a pénzpiaci szereplők portfólióátrendezése nem járt együtt tőke kivonással, a spot devizakínálat agresszív kamatemeléssel történő növelése helyett hagyták „lecsorogni” a határidős devizaállományt. Ez a politika az elkövetkező hónapokban leértékeltabb árfolyamot, de simább reálkamat-alakulást eredményezett.

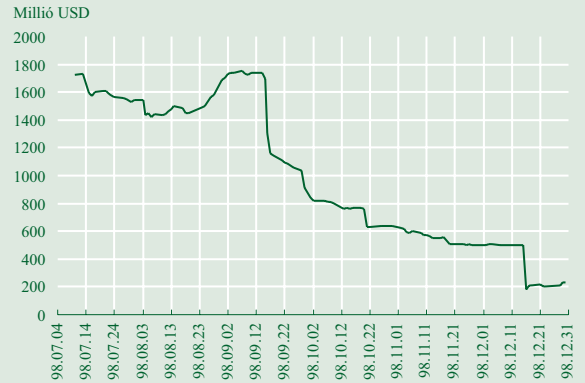
A piaci szereplők helyzetértékelése a szeptember 22-i kamatemelést követően még jobban eltávolodott a jegybankétól, az állampapír-piaci hozamok a hozamgörbe minden pontján a jegybanki kamatemelést messze meghaladó mértékben emelkedtek, ami az árfolyamsáv hitelességének csökkenését jelezte. A rövid lejáratú hozamok emelkedése összefüggésben állt a határidős devizapiaci szeptember 16-i lejáratának kifizetésével: a nyitott kötésállomány a BÁT és a BÉT határidős márka- és dollárpiacon ekkor mintegy 600 millió dollárral csökkent, melyet a határidős deviza eladói oldal (spekulánsok) eltűnésével a bankok nem tudtak megújítani. A kereskedelmi bankok fennálló nyitott pozícióikat spot devizavásárlással igyekeztek csökkenteni, ami a bankközi pénzpiacra likviditáshiányt eredményezett. A hosszabb lejáratú hozamok emelkedésére azonban csak az árfolyam-kockázati prémium növekedése adhat magyarázatot.

Az ősz második felében kedvezőbbé vált a nemzetközi pénzügyi környezet, a befektetők növekvő mértékben tettek különbséget a különböző makroökonómiai fundamentumokkal rendelkező feltörekvő országok között, amely az országspecifikus kockázati prémium csökkenését eredményezte. Ezen kívül a szeptemberi válsághangulat elmúltával megerősödött az árfolyamsáv hitelessége, indokolatlanná vált az árfolyamrendszer életképességével kapcsolatos, kockázatot kompenzáló prémium is. A csökkenő prémium és a javuló inflációs kilátások ösztönözték a tőkebeáramlást, s lehetővé tették a jegybanki kamatok fokozatos csökkentését. A derivatív piacok leépülése azonban további jelentős devizakeresletet indukált, így a forint többnyire a sáv közepén ingadozott, erős oldali intervencióra az év végéig nem került sor. Az év utolsó hónapjaiban a folyó fizetési mérleg magasabb hiánya is hozzájárult a forint leértékeltabb, sávon belüli pozíciójához.

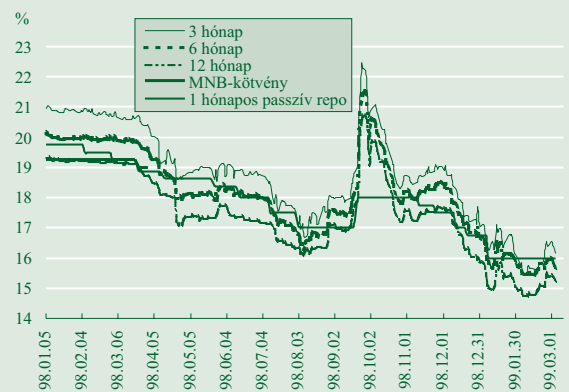
A Brazíliával kapcsolatos problémák 1999 januárjában egy időre újra megemelték a feltörekvő piacok kockázati prémiumát. A fertőzés ez esetben az orosz válságnál jóval enyhébbnek és rövidebb életűnek bizonyult. Az időközben nyilvánosságra került kedvező inflációs adatok leértékelési ütem- és ezzel párhuzamos kamatsökkentési várakozásokat indukáltak, az állampapírok iránti külföldi kereslet megugrott, és a tőkebeáramlás hatására január második felében ismét intervencióra került sor a sáv erős szélén.

A január végén–február elején lezajlott piaci kamatsökkenést nem követték az irányadó kamatok. A piac jegybankitól eltérő kamatvárakozásai abból eredtek, hogy a piaci szereplők nem tu-

A BÁT és a BÉT együttes nyitott kötésállománya kosárvalutákban



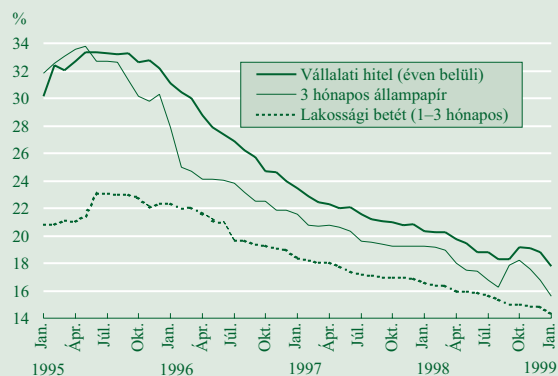
Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon 1998. 01. 05–1999. 02. 18.



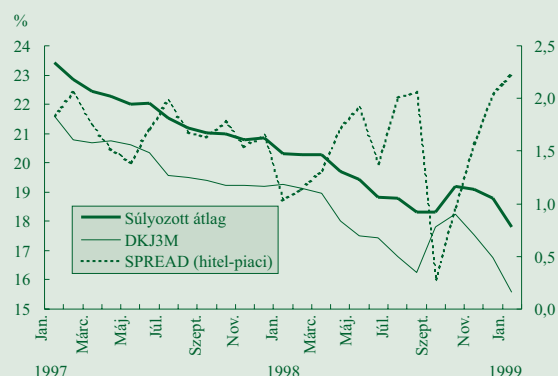
Zéró-kupon hozamgörbék



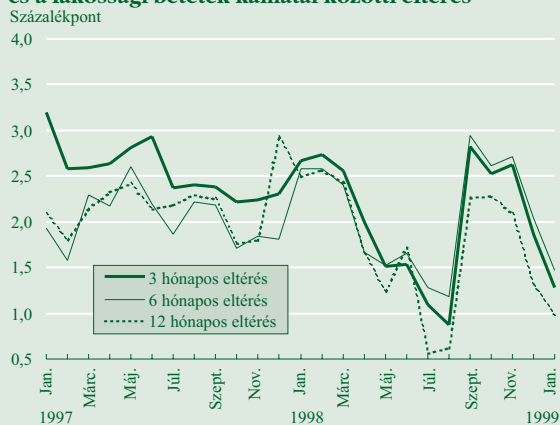
Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapír-piaci hozamok



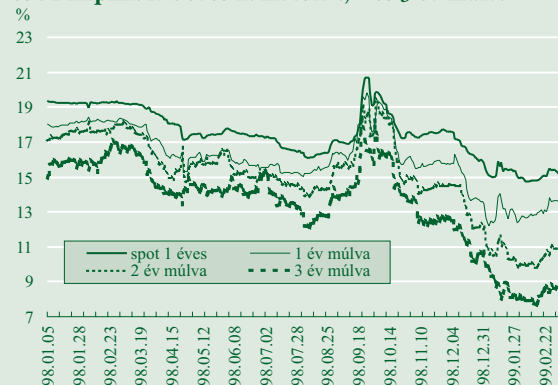
Az éven belüli hitelkamatok, a háromhónapos diszkont kincstárjegy hozama és a közöttük lévő eltérés



Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés



A spot 1 éves kamat és az implikált 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



lajdonítottak kellő jelentőséget a külső egyensúly romlását tükröző híreknek. Februárban, amikor a kedvezőtlen 1998. év végi fizetésimérleg-adatok miatt a külső egyensúly romlása már minden szereplő számára nyilvánvalóvá vált, a piaci kamatok ismét emelkedni kezdtek, az országspecifikus kockázati prémium emelkedett, és a forint is elmozdult a sáv erős széléről.

3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

A kereskedelmi banki konstrukciók kamatai követték a piaci kamatok alakulásának trendjét. Az éven belüli vállalati hitelkamatok és a rövid lejáratú állampapírok kamata közötti rés csökkenésének 1996 eleje óta tartó trendje megtorpant, sőt 1998 elején jelentősen emelkedett. Ezt az emelkedést a hitelállomány szerkezetének megváltozásával hozhatjuk összefüggésbe, nőtt azon vállalatok hitelezése is, amelyek feltehetően kevésbé férnek hozzá a külföldi forrásokhoz. Az augusztus–szeptemberi válság idején a kereskedelmi bankok csak időbeli késéssel érvényesítették a piaci kamatok emelkedését a hitelkonstrukciók árban. Így szeptemberben és októberben a kamatrés összezsugorodott, novemberre viszont visszatért az orosz válságot megelőző szintre.

A lakossági betéti kamatok és az állampapír-piaci hozamok közötti különbség a vállalati kamatokkal ellentétesen alakult 1998-ban. Az állampapír-piaci hozamok márciusban megindult csökkenését a bankok nem követték lakossági betéti kamataik csökkentésével, ami a kamatrés összezsugorodását eredményezte.

A kamatrés csökkenését elsősorban annak tulajdoníthatjuk, hogy a bankszektor csak lassabban alkalmazkodott a piaci kamatok március–áprilisi gyors eséséhez, de a kereskedelmi bankok piacszerzési törekvései és az alternatív befektetési lehetőségek növekvő versenye is a vonzó banki kamatok fenntartása irányába hatottak.

Az orosz válság kitörése után a betéti konstrukciók kamata nem követte a piaci kamatok emelkedését, így a kamatrés az 1998. év elejei 2,5–3 százalékpontos szintre emelkedett vissza. Ez a jelenség ismét magyarázható a piaci kamatok óvatos, késéssel való követésével. De az árazási magatartást egyre erőteljesebben befolyásolta, hogy a bankrendszeren kívüli befektetésekkel szembeni bizalom megingása miatt a lakosság a banki konstrukciók javára rendezte át pénzügyi vagyónát.

4. Hozamgörbe, inflációs és leértékelési várakozások

A hozamgörbe jövőbeli kamat- és inflációs várakozásokra vonatkozó információtartalma jelentősen csökkent az orosz válság kirobbanása és az ezt követő, feltörekvő piacokat sújtó bizalmi válság során. A hozamok szeptemberi, minden lejáratot érintő emelkedéséből, majd az októberi csökkenésből hiba lenne bármilyen következtetést levonni az inflációs várakozásokkal kapcsolatban; a hozamváltozások ebben az időszakban a forinttól elvárt kockázati prémium átmeneti növekedésével voltak

összefüggésben. Ezt alátámasztja a külföldi befektetők tulajdonában lévő állampapír-állomány kérdéses időszak alatti alakulása is.

Az ábrán a piaci szereplők kamatvárákozásait tükröző származtatott forwardgörbék krízist megelőző és azt követő alakja látható. November közepére az állampapír-piaci hozamok stabilizálódtak. Ekkor a rövid távú kamatvárákozások még óvatosabbak voltak a válságot megelőző időszakhoz képest, hosszabb távon azonban már erőteljesebb kamatcsökkenést vártak a piaci szereplők. Decemberben régóta nem tapasztalt hozamcsökkenés zajlott le, az implikált forwardok által jelzett kamatvárákozások minden lejáraton 200–250 bázisponttal csökkentek.

A kérdés ezzel kapcsolatban, hogy vajon a csökkenés a forintkockázati prémium további jelentős mérséklődésének vagy pedig az inflációs várákozások csökkenésének tudható-e be. Figyelemre méltó, hogy a decemberi csökkenés zöme a novemberi inflációs statisztika nyilvánosságra hozatalát közvetlenül követve zajlott le (a bejelentést követő 5 nap alatt a hozamgörbe kb. 130 bázisponttal tolódtól felé). Ebben a néhány napban a külföldi állampapír-állomány növekedésének dinamikája nem volt kiemelkedően erős, és a feltörekvő piacok megítélése sem változott pozitívan.

Mindez arra enged következtetni, hogy a meglepően alacsony november inflációs adatok hatására a piaci szereplők 150–200 bázisponttal lefelé módosították az infláció várt pályáját. Ezt részben alátámasztja a piaci makroelemzők 1999. évi inflációs előrejelzéseit tartalmazó felmérés is, bár az elemzők itt óvatosabbnak tündtek: a december 22-én végzett felmérésben az 1999 decemberére várt év/év előrejelzésüket az egy hónappal korábbihoz képest átlagosan 102 bázisponttal 9%-ra csökkentették.

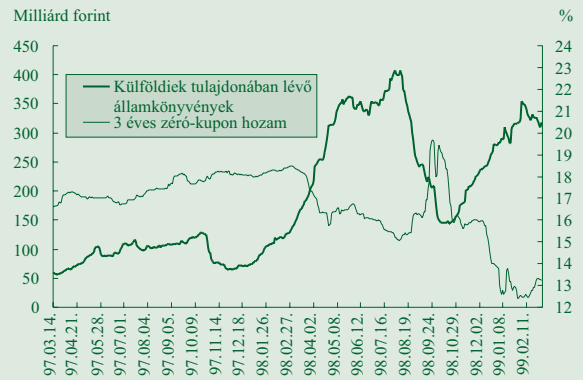
Január 12-ig az implikált forwardok a december végi szinthez képest a 3 éves horizontig újabb 100–150 bázisponttal csökkentek. Az újabb eltolódás zöme mindössze két napra (január 5–6) esett. Ezekon a napokon nem látott napvilágot olyan belföldi adat vagy hír, amely a hozamokat potenciálisan befolyásolta volna, a külföldi állomány sem növekedett kiugró dinamikával.

A decemberi – ismét alacsony – inflációs adat január 11-i bejelentését követően nem ismétlődött meg a hosszú lejáratú hozamok decemberihez hasonló csökkenése. Ennek értékelését azonban nehezíti, hogy a brazil válság kiteljesedése éppen ezekre a napokra esett.

A feltörekvő piacokat sújtó válság újabb fellángolása nem hagyta érintetlenül a forinttól elvárt kockázati prémiumot, a forint a sávon belül gyengült, a hozamok pedig jelentősen emelkedtek.

A brazil válság hatása mindössze 1 hétig volt érezhető a magyar állampapírpiacn, január 22-re az implikált forwardkamatok már a válságot megelőző szintjükre estek. A következő három hétben a hosszabb távú kamatvárákozások stabilizálódtak. Február közepén számos piaci elemzés jelent meg az 1998. évi folyó fizetési mérleg vártnál nagyobb hiányáról, illetve az államháztartás januári egyenlegének kedvezőtlen alakulásáról. Ezek hatására a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek; az implikált forwardok március elejére 100 bázisponttal nőttek. Az inflációs várákozások is enyhén emelkedtek: a Reuter's február 17-én közzétett felmérése szerint a piaci makroelemzők kb. 9,3%-os év/év CPI inflációt vártak 1999 decemberére, ami 0,3%-kal magasabb a januári várákozásaiknál.

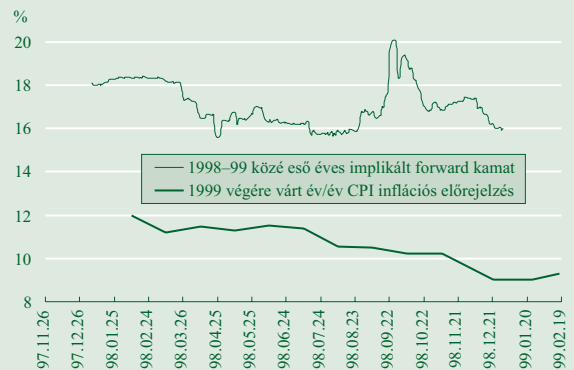
A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELEK által regisztrált állománya (bal oldali skála) és a 3 éves zéró-kupon hozam



1 éves implikált forwardgörbék

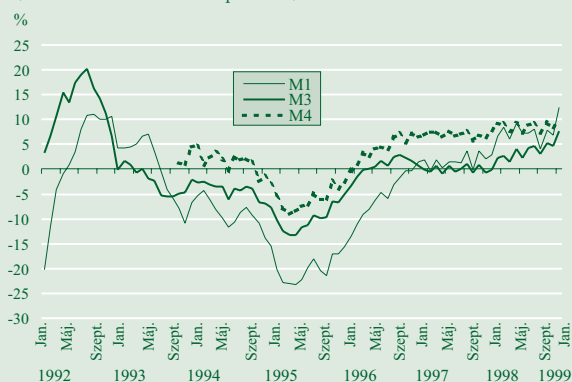


Az 1998 végén kezdődő 1 éves implikált forwardkamatt és az 1999 végére előrejelzői konszenzussal várt év/év CPI infláció*

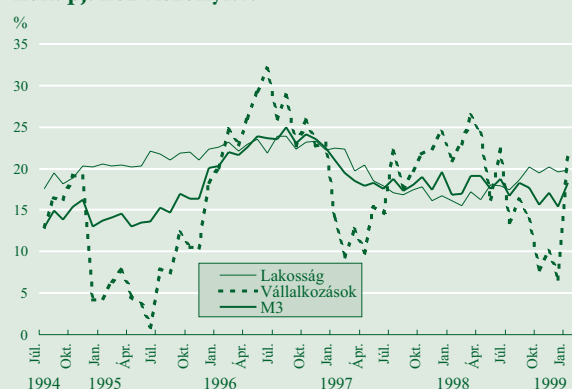


* A „Reuters poll of forecasters” alapján.

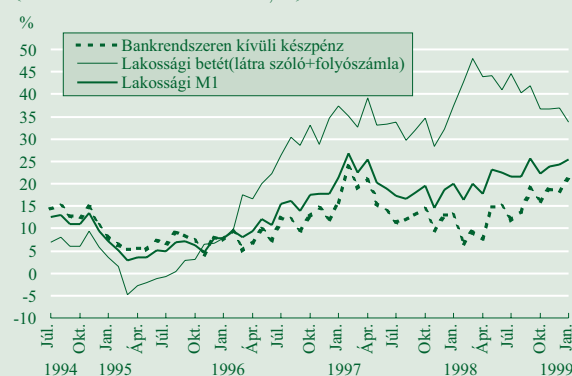
A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése (előző év azonos hónap = 100)



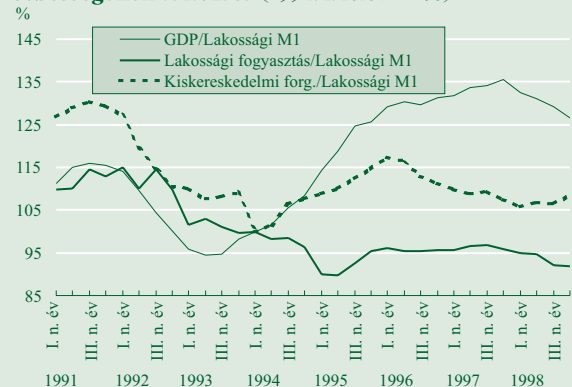
Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének növekedése az előző év azonos hónapjához viszonyítva



A lakossági M1 és komponensei (éves nominális növekedés, %)



A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása (1994. I. félév = 100)



5. Monetáris aggregátumok

A gazdasági növekedés megélénkülésével párhuzamosan 1998-ban mind a szűkebb (M1), mind a szélesebb értelemben vett (M3 és M4) monetáris aggregátumok reálértéke növekedett. A reálpénzkereslet gyorsabb növekedését a pénzügyi vagyyonon belüli portfólióátrendeződés és a tranzakciós pénzigény növekedése okozta.

Az 1998-at megelőző három évben a pénzügyi vagyonban folyamatosan nőtt a banki kamatoknál magasabb hozamot kínáló bankrendszeren kívüli eszközök súlya.

A tőkepiaci bizonytalanság növekedése, a banki és a nem banki befektetések várható hozamának közeledése 1998-ban a bankrendszeri eszközök javára történő átrendeződést indított el. Ez tükröződik abban is, hogy az M4 és M3 monetáris aggregátumok közötti növekedési ütemkülönbség összeszűkült.

A szélesebb monetáris aggregátum az M3 gyors növekedését elsősorban a lakossági eszközök expanziója okozta, a vállalati betétek növekedési üteme az év során jelentősen mérséklődött.

A lakossági lekötött betétállomány gyors növekedési üteme a lakossági megtakarítások növekedését és az egyéb befektetési formák közötti portfólióátrendezést tükrözi.

A szűk monetáris aggregátum (M1) lakossági része alapvetően tranzakciós célokat szolgál. Vizsgálataink azt mutatták, hogy az M1 iránti kereslet készpénz komponense a fogyasztással egyidejűen változik, és a látra szóló betétállománynak is legfeljebb egy-két hónapos előrejelző ereje van.

A forgási sebesség elmúlt időszak lassulása alapján ezért nem következtethetünk a lakossági fogyasztás további gyorsuló ütemű bővülésére.

Az M1 gyorsabb növekedéséhez hozzájárult a likviditási primumnak az infláció csökkenése miatti mérséklődése is. A leggyorsabban bővülő látra szóló betétállomány növekedésében valószínűleg a portfólióátrendezés is szerepet kapott, mivel a lakossági látra szóló betétekre, illetve a kevésbé likvid eszközökre fizetett kamatok közötti különbség csökkent. Ezen felül jelentősen bővültek a lakossági látra szóló, illetve folyószámlához kapcsolódó szolgáltatások, elsősorban a különböző kártyaműveletek.

Az MNB és a kereskedelmi bankok eszközeit összevontan tekintve a második félévben a belföldi bankrendszer által kihelyezett hitelek összetételében jelentős szerkezeti változások történtek 1998 második félévében.

A belföldi bankrendszer **külfölddel** szembeni követeléseinek csökkenése két ellenkező irányú folyamat eredményeként alakult ki: A mérleg szerinti nyitott pozíciók zárása miatt a külföld kereskedelmi bankokkal szembeni pozíciója romlott, ezt azonban túlkompenzálta a devizatartalékok csökkenéséből következő MNB-vel szembeni pozíciójavulás.

A külföldiek által eladott állampapírok tekintélyes hányadát a kereskedelmi bankok vették meg. Ezen felül a rezidens gazdasági szereplők is csökkentették állampapír-állományukat, ami szintén a kereskedelmi bankok eszközei közé került.

E két tétel együttesen az **államháztartás** jelentős pozícióromlását eredményezte. E portfólióátrendezés nem járt együtt a reálgazdasági szereplőknek nyújtott hitelek kínálatának vissza-

fogásával. A kereskedelmi bankok az állampapír-portfóliójuk növelésével egyidőben leépítették a jegybankkal szembeni követeléseiket, azaz a pénzügyi betétek állományát.

Az előző évekhez képest a **lakossági** hitelállomány is növekedésnek indult, de a lakossági hitelfelvétel még mindig marginális módon járul csak hozzá a bankrendszeri eszközök növekedéséhez.

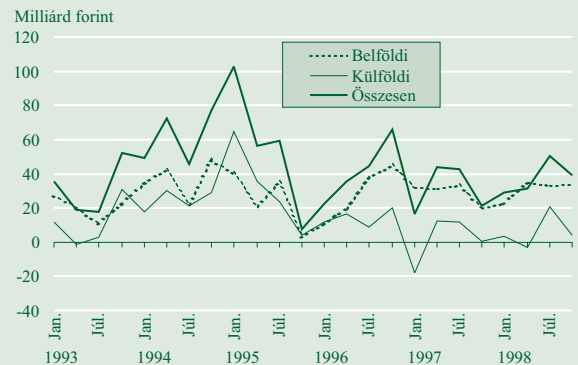
A vállalati szektor nettó hiteligénye az 1995. évi visszaesés után 1996-ban stabilizálódott. A kedvező jövedelmi helyzet miatt a növekvő beruházások sem vezettek a vállalati szektor gyorsuló ütemű eladósodásához, mivel a beruházási kiadásokat részben a korábban felhalmozott pénzügyi eszközökből finanszírozták. 1998-ban is folytatódott ez a tendencia, a nettó forrásbevonás reálértéke nem nőtt az előző két év átlagához viszonyítva. A korábbi másfél év tendenciáitól eltérően, a kereskedelmi bankoknál jelentkező átmeneti forrásszűke, és a külföldi hitelek relatív árának változásának hatására 1998 második félévében újra nőtt a külföldi hitelek aránya a vállalatok hitelfelvételében. Azon vállalkozások számára, amelyek devizában kockázatsemlegesek a megnövekedett árfolyamkockázatot tartalmazó belföldi kamatoknál olcsóbb hitelfelvételi lehetőséget jelentett a devizában történő eladósodás.⁵

A pénzkereslet és a hitelállomány összetevőinek alakulása

Milliárd Ft

	1998				
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szep. 30.	dec. 31.
	<i>Források</i>				
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261	2388,3	2597,9
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8
– deviza	233,3	227,0	233,9	232,0	229,3
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4
Egyéb betétek	69,7	48,1	65,0	53,1	71,2
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9
M3	4006,4	3932,8	4080,4	4272,0	4626,1
	<i>Eszközök</i>				
Háztartás hitelei	311,9	302,2	324,8	341,1	355,2
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701,0	3894,9
Vállalkozások hitelei	1706,6	1756	1880,2	1993,1	1983,7
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5
Belföldi hitelek összesen	5578,5	5576,4	5664,3	6128,0	6328,3
Egyéb belföldi eszközök, nettó	-444,9	-636,7	-651,0	-781,8	-700,7
Külföld, nettó	-1127,2	-1006,9	-932,9	-1074,2	-1001,5

A vállalati szféra szezonálisan igazított nettó hitelfelvétele a hazai és a külföldi bankrendszertől összehasonlítható árakon



* 1992-es árakon, fogyasztói árindeflációval deflálva.

⁵ Az állampapírok kockázati prémiumának növekedése alapján valószínűsíthetjük, hogy a devizafinanszírozás költségei is emelkedtek.

III. Keresleti tényezők

A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme*

	1997	1998				1998
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
GDP	4,6	4,7	5,1	5,6	4,7	5,0
Végső fogyasztás	2,5	2,9	4,1	4,4	6,5	4,4
Lakossági fogyasztás	2,6	2,9	4,1	4,4	6,9	4,5
Közösségi fogyasztás	1,8	3,0	4,3	4,5	3,7	4,0
Bruttó felhalmozás	9,7	8,0	25,7	28,7	10,6	17,5
Állóeszköz-felhalmozás	8,8	7,0	12,5	17,7	7,8	11,0
Belföldi felhasználás összesen	4,4	3,9	9,1	10,9	8,0	8,1
Export	26,4	28,8	17,5	11,4	13,1	16,9
Import	25,5	25,2	25,6	22,7	20,0	23,2

* Az anyagban felhasznált éves és negyedéves GDP-számítások MNB-becslések, amelyek elérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól. Negyedéves GDP-számítások Magyarországon még nem túl hosszú ideje készülnek, nagy bizonytalanságokat hordoznak magukban, a módszer folyamatosan változó, fejlődő. A KSH adatok relatíve később állnak rendelkezésre, ezért az MNB jelenleg saját becsléseit használja, amelyek konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelem helyzetét bemutató elemeivel.

A lakosság inflációsúrt* megtakarításai a rendelkezésre álló jövedelem százalékában

	1996	1997	1998
Inflációsúrt bruttó** megtakarítási ráta	12,4	12,0	12,0
Inflációsúrt pénzügyi megtakarítási ráta	6,6	6,0	6,8

* Az inflációsúrt megtakarítások kiszámolásánál a kamatkifizetések inflációt kompenzáló része levonásra kerül a pénzügyi megtakarításokból, valamint a lakosság rendelkezésre álló jövedelméből.

** Bruttó megtakarítás = pénzügyi megtakarítás + lakossági beruházás.

A lakossági jövedelmek és a fogyasztás reálértékének éves növekedési üteme (változás az előző év azonos időszakához képest)

	1996	1997	1998
Lakossági jövedelem	-0,1	1,9	4,2
Lakossági fogyasztás	-2,7	2,5	4,5
Lakossági beruházás	2,0	-0,3	-10,0

A gazdaság 1998-ban – becsléseink szerint – 5%-kal nőtt. A növekedés üteme az első három negyedévben folyamatosan gyorsult, majd az utolsó negyedévben valamelyest mérséklődött. A GDP növekedését a belföldi felhasználás gyorsabb bővülése kísérte, ami a külső egyensúlyhiány növekedését eredményezte.

Bár az exportnövekedés dinamikája az előző évhez viszonyítva valamelyest mérséklődött, továbbra is a külföld jelentette a kereslet legdinamikusabb komponensét. Éves szinten a GDP szerinti exportvolumen kb. 17%-kal emelkedett. A kereslet belföldi komponensei közül az állóeszköz-felhalmozás éves szinten 11%-kal nőtt, és a készletállomány is jelentősen bővült. A lakossági fogyasztás élénkülése a II. negyedévtől gyorsult fel, majd az év második felében, de különösen a IV. negyedévben tovább élénkült, éves szinten kb. 4,5%-ot ért el. A belföldi felhasználás bővülése az import iránti kereslet jelentős emelkedésével járt együtt.

1. Lakossági fogyasztás

A lakosság összes kiadásai 1998-ban lassabban bővültek, mint a rendelkezésre álló jövedelme, így a lakosság inflációsúrt pénzügyi megtakarítása jelentősen emelkedett 1997-hez képest.

Fontos megjegyezni, hogy 1998 során olyan intézményi változásnak lehettünk tanúi, amelyek közvetlen hatást gyakoroltak a lakossági megtakarítások alakulására. Az 1998 januárjától életbe lépett nyugdíjreform eredményeképpen megjelenő kötelező nyugdíjpénztári megtakarítások egyre jelentősebb részt képviselnek a lakosság megtakarításai között.

A lakosság megtakarítói magatartásának elemzésénél ezt a tételt mindenképpen figyelembe kell venni, ugyanis a korábbi esztendőben ezek a befizetések társadalombiztosítási járulékként lettek elszámolva. Becsléseink szerint a kötelező nyugdíjpénztári befizetések 1998-ban meghaladták a 25 milliárd forintot, amely összeggel korrigálva a megtakarítási ráták 0,3 százalékkal alacsonyabbak lennének.

A lakosság kiadásainak a jövedelmeknél alacsonyabb bővülése a jövedelem növekedésénél gyorsabb, 4,5%-os fogyasztásnövekedés és reálértékben 10%-kal csökkenő beruházási kiadások eredőjeként alakult ki. Ez utóbbi mögött a lakásépítések utáni ÁFA-kedvezmény 1999. évi bevezetése állhat, ami feltehetően a lakossági beruházások néhány hónapos elhalasztását és a rendelkezésre álló források pénzügyi eszközökbe történő befektetését eredményezte. A felhalmozást és a pénzügyi megtakarításokat együttesen vizsgáló bruttó megtakarítási mutató – a nyugdíjreform hatásával korrigálva – valamelyest csökkent.

A fogyasztási kiadásoknak a rendelkezésre álló jövedelemnél gyorsabb növekedése alapján a lakosság pénzügyi helyzetének polarizáltságára következtethetünk. Bár a nemzeti számlák lakossági fogyasztási tétele nincs részletesen megbontva, a kiskereskedelmi forgalomra vonatkozó statisztika szerint a fogyasztási kiadásokon belül a legdinamikusabban bővülő elem a tartós fogyasztási cikkek vásárlása volt, melynek növekedése reálértékben meghaladta a 30%-ot, míg a folyó fogyasztási kiadások növekedése jelentősen elmaradt a rendelkezésre álló jövedelem növekedésétől, körülbelül 2,5%-ot tett ki. Egy fejlett hitelpiaccaal rendelkező országban a folyó fogyasztás általában együtt változik a permanens jövedelemmel, míg a beruházási kiadásokat és a tartós fogyasztási cikkek-vásárlást hitelből, illetve a korábbi megtakarításokból finanszírozzák. A folyó jövedelemből finanszírozott tartós fogyasztási cikkek iránt megnyilvánuló erőteljes kereslet azt tükrözi, hogy a háztartások jelentős része likviditáskorlátos. Ez a réteg részben a lakossági hitelezés fejletlensége miatt nem hitelképes, továbbá nincsen szabadon felhasználható pénzügyi vagyona sem. A likviditáskorlátos háztartások tehát extra jövedelmeiket alapvetően tartós fogyasztási cikk vásárlására költöttek, míg a korábban is hitelképes lakossági rétegek fogyasztásukat lassabban növelték jövedelembővülésüknél, így pénzügyi megtakarításaik emelkedtek.

A fenti hipotézist támasztja alá a háztartások pénzügyi vagyonának alakulása is. A második és különösen a harmadik negyedévben tapasztalt tőzsdei árfolyamzuhanás jelentős mértékben csökkentette a lakosság pénzügyi vagyonát.¹ A pénzügyi megtakarítások növelésével a háztartások igyekeztek a tőzsdei folyamatok pénzügyi vagyonra gyakorolt kedvezőtlen hatását valamelyest tompítani, ami arra utalhat, hogy a háztartások pénzügyi vagyon/jövedelem rátája még mindig jelentősen alatta marad az általuk optimálisnak tekintett szintnek.

Az előbbi megfigyelésekből az következik, hogy a lakosság jövedelem/fogyasztás arányára és így a megtakarítási ráta jövőbeli alakulására legnagyobb hatással a jövedelmek likviditáskorlátos és nem likviditáskorlátos háztartások közötti eloszlása lesz. Ha a jövedelmek 1999-ben is a tavalyihoz hasonló szerkezetben nőnek, akkor a fogyasztás növekedése elsősorban a folyó fizetési mérleg romlásában fog lecsapódni, a fogyasztási kereslet növekedésének közvetlen inflációs hatása mérsékelt marad.

2. Beruházások

2.1 Állóeszköz-beruházások

Az állóeszköz-beruházások reálértékének éves növekedési üteme 1998 harmadik negyedévében 17,7 százalékot ért el, amely a beruházási tevékenység további élénkülését mutatta az év első feléhez képest, majd a negyedik negyedévben a növekedési ütem 7,8 százalékra esett vissza.

¹ A lakosság részvényportfóliójának piaci értéke 1998 második negyedévében 22,5 milliárd forinttal, míg a harmadik negyedévben 147,2 milliárddal csökkent a Budapesti Értéktőzsdén bekövetkezett árfolyamzuhanás miatt. Az utolsó három hónap során bekövetkezett tőzsdei árfolyam-emelkedés viszont 107,7 milliárd forinttal járult hozzá a lakosság pénzügyi vagyonának növekedéséhez.

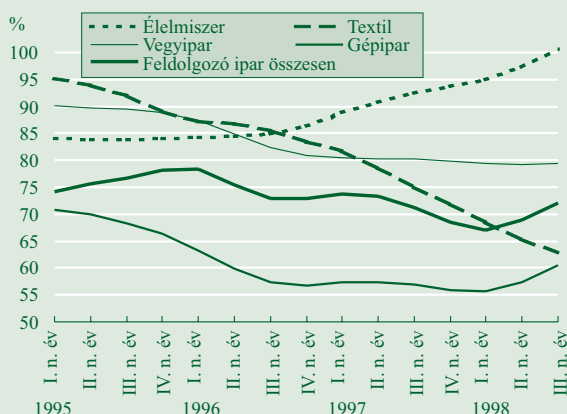
A lakosság nettó pénzügyi vagyona a jövedelem trendjének százalékában



A nemzetgazdasági beruházások gazdasági ágak szerint

	Megoszlás folyó ár on 1997-ben, %	Megoszlás folyó ár on 1998-ban, %	Volumenindex, %	
			1997	1998
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,6	3,7	16,3	11,6
Bányászat	0,3	0,3	6,2	7,6
Feldolgozóipar	23,2	26,0	9,0	23,2
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	6,7	7,2	3,2	17,3
Építőipar	1,7	1,9	-10,7	20,2
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	6,4	7,1	-11,4	23,0
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	1,0	1,0	31,5	13,7
Szállítás, raktározás, posta, távközlés	18,9	18,9	27,3	9,7
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,5	3,4	-16,3	47,7
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	22,6	18,0	-0,2	-12,0
Közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás	3,9	3,6	38,5	1,9
Oktatás	2,1	1,8	7,2	-5,0
Egészségügyi és szociális ellátás	2,5	2,5	17,9	8,1
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,5	4,7	25,7	17,1
Nemzetgazdaság összesen	100,0	100,0	8,5	10,2

Saját termelésű készletek értékesítéshez viszonyított arányának alakulása*



* A hányadosok képzésekor a negyedéves zárókészlet-állományt osztottuk a negyedévet alkotó hónapok értékesítésének átlagával. A hányadosok képzése szezonálisan igazított adatakból történt.

A *vállalati szektor* beruházásai bővültek a legdinamikusabban, éves szinten reálértékben 20 százalékkal. A világgazdasági környezetben bekövetkezett kedvezőtlen változások hatására (orosz válság, nyugat-európai konjunktúra visszaesése) a vállalati beruházások növekedése is lelassult az utolsó negyedévben. A kedvezőtlen változások azonban csak a vállalati kör egy szegmensét érintették, a belföldi kereslet további élénkülése és a Nyugat-Európában tovább bővülő fogyasztási cikk kereslet miatt a vállalkozások többségének nem romlottak az üzleti kilátásai. Ezért az idei évben is dinamikus beruházási tevékenységre számíthatunk, bár a növekedés üteme valószínűleg elmarad az 1998. évi kiugróan magas szinttől. Ezt támasztja alá a beruházási gépiport alakulása, ahol az augusztus – szeptemberi visszaesést újra dinamikus növekedés követte.

Az *állami szektor* felhalmozási tevékenységét jellemző éves volumenindex meghaladta a 4 százalékot. Az állami beruházási kiadások dinamikája az év két félévében eltérően alakult, míg az első félévben folytatódott az állami beruházások gyors növekedése, a második félévben a beruházási kiadások nominálisan is csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A *lakossági* beruházások jelentősen, mintegy 10 százalékkal estek vissza 1997-hez képest. Mivel a tartós fogyasztási cikk vásárlása ezalatt 30%-kal bővült (a kiskereskedelmi forgalomra vonatkozó statisztikák alapján), a visszaesést nem ciklikus tényezők okozták. Feltételezéseink szerint a háztartások beruházási tevékenységének szűkülését főként a lakásépítések elhalasztása magyarázza, ami az 1999-től igénybe vehető ÁFA-kedvezmény bevezetésének tulajdonítható. Ezért 1999-ben a lakossági beruházások jelentős bővülésére számíthatunk.

A beruházási volumenindexeket nemzetgazdasági áganként vizsgálva szembevetendő az ingatlanügyletekkel és bérbeadással kapcsolatos szolgáltatások és a lakásberuházások 12%-os csökkenése. Ha kiszűrjük a lakásberuházások értékének 25%-os csökkenését, akkor az ingatlanügyletekkel kapcsolatos szolgáltatási területen is növekedés következett be. 1998 folyamán tovább folytatódott a feldolgozóipari ágazatok expanziója, ezen belül is a gépipar térnyerése.

1998-ban – az előző évhez hasonlóan – a piaci szolgáltatói tevékenységekbe történő befektetések elérték az összes beruházás 40 százalékát. A szolgáltatási ágazaton belül különösen a pénzügyi tevékenységek fejlődése szembevetendő 1998-ban, hiszen az 1997. évi 16 százalékos mérséklődés után ebben a szektorban 1998-ban 47,7 százalékkal nőtt a beruházások reálértéke.

2.2 Készletberuházások

Az elmúlt két évben a készletberuházás az aggregált kereslet egyik legdinamikusabban bővülő komponense volt. Részletes készletfelhalmozási adatok a feldolgozóiparra állnak rendelkezésre, az alábbiakban ezek alakulását értékeljük.

A feldolgozóipar készleteinek alakulását a gépipar dominálja. A gépiparban 1998-ban folyamatosan emelkedett a félkész- és késztermékeket tartalmazó *saját termelésű készletek* és a zömmel fűtő- és nyersanyagokat tartalmazó vásárolt készletek állománya. A növekvő készletberuházást nem tartjuk a konjunktúralassulás jelének, a készletnövelés ugyanis összhangban áll az *értékesítés* alakulásával. Az értékesítés dinamikájának 1996–1997

során bekövetkezett, nem anticipált megugrása ugyanis az ideálisnál alacsonyabb szintre apasztotta a készleteket, amit a vállalatok 1998-ban a készletberuházás, illetve az értékesítéshez vett készletarány növelésével korigáltak. A termelési, illetve az értékesítési dinamika vonatkozásában a vállalatok tehát 1999-ben sem számítanak készleteik növelését szükségtelenné tevő visszaesésre.

A textiliparban éppen ellentétesen alakultak a folyamatok, a készletek értékesítéshez viszonyított aránya 4 éve folyamatosan csökken, ami romló értékesítési várakozásokra utalhat. Az élelmiszeripar esetében pedig a *mezőgazdasági készletszint* nem szándékolt emelkedésével is összefüggésben áll a készlet/értékesítés arány tartós emelkedése.

3. Az államháztartás helyzete

Az előzetes számok² szerint 1998-ban az államháztartás elsődleges többlete 1,6% lett a GDP százalékában. Így szintje a GDP arányos államadósság stabilizáláshoz szükséges fenntarthatósági küszöb közelébe került, tehát a korábbi évektől eltérően már nem járult hozzá az államadósság hosszú távú csökkentéséhez.

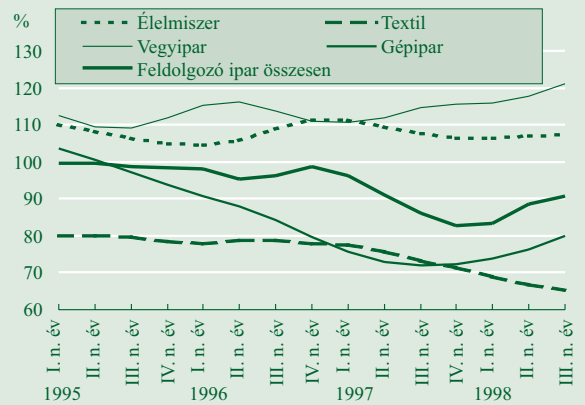
Az év végi rendkívüli kiadások (Postabank, MFB, ÁPV Rt.-nek átutalás) ugyanakkor növelték a bruttó államadósságot és a finanszírozási igényt is, így a korábbi évek rendkívül dinamikus adósságcsökkenésének trendje megtört.

Az államháztartás aggregált keresletre gyakorolt hatása az 1997. évi tendenciákat folytatva 1998-ban is jelentősen emelkedett. Az elsődleges egyenleg változásában mérve az államháztartás a GDP 1,2%-ával járult hozzá a belföldi felhasználás növekedéséhez. (A változás kiszámításánál figyelembe vettük, hogy az elsődleges többlet csökkenését részben a nyugdíjreform eredményezte, az állami bevételek magánnyugdíjpillérbe történő átcsoportosítása viszont nem jár a keresleti hatás növekedésével.)

Az elsődleges egyenleg romlását az eredményezte, hogy az elsődleges bevételek – az előzetes információk alapján – a GDP arányában 2–2,2%-kal csökkentek, miközben a kiadások csak 0,8–1%-kal mérséklődtek az előző évi szinthez képest.

Az elsődleges bevételek közül a tőkebevételek a GDP 0,7%-ával csökkentek.³ A folyó tételek közül a vámok leépítésének esedékes lépései a GDP arányában 0,6%-os bevételkiesést⁴

Vásárolt készletek értékesítéshez viszonyított arányának alakulása*



* A hányadosok képzésekor a negyedéves zárókészlet-állományt osztottuk a negyedévet alkotó hónapok értékesítésének átlagával. A hányadosok képzése szezonálisan igazított adatakból történt.

² A helyi önkormányzatok hiányára vonatkozóan egyelőre csak becslések állnak rendelkezésre. A hivatalos számoktól módszertani okokból egy helyen térünk el: a TB részvényeladásának elszámolásában. Ez a pénzügyi művelet mintegy 10 milliárd forint volt 1998-ban, és tartalmilag privatizációnak minősíthető. A mi elszámolásunktól eltérően a hivatalos, privatizációs bevétel nélküli GFS deficitben ezt az összeget hiánycsökkentő elsődleges bevételként számolják el. A hivatalos prezentációhoz hasonlóan nem számoltuk el a Postabank és az MFB tőkejuttatását (összesen 170 milliárd forint), valamint az ÁPV Rt.-nek átadott 50 milliárd forintot. Ezen összegek ugyanis nem növelték a keresleti hatást, valamint rendkívüli jellegük miatt a fenntarthatóságot is csak az államadósság növekedésén keresztül érintették.

³ Csökkentek a törlesztések, megszűnt a jamburgi gázszállítás árbevétele és az adóskonszolidációs bevétel, az önkormányzatok által értékesíthető reálvalyon is egyre korlátozottabb.

⁴ Mivel a vámpótlék 1997 I. féléve után szűnt meg, a csökkenés hatása 1998-ra is áthúzódott.

jelentettek. Ezen felül az adóterhek csökkentése érdekében hozott intézkedések⁵ újabb 0,2%, a nyugdíjreform pedig 0,3%-kal csökkentették a bevételeket. Ezen túlmenően a kivetett bírságok és pótlékok GDP aránya is csökkent 0,2%-kal. Az elsődleges kiadásoknál megfigyelhető GDP arányos csökkenés a tőkekiadásoknál és ezen belül is nagyrészt a beruházásoknál⁶ és a lakásépítési támogatásoknál jelentkezett. A folyó kiadások – strukturálisabb jellegűnek tekinthető – szintje lényegében nem változott. A változatlan szint lényeges szerkezeti elmozdulást takar, a közösségi és juttatott fogyasztás mérséklődése mellett a transzferek nőttek. Ezen belül a lakossági transzferek GDP arányában 0,6%-os növekedése volt a meghatározó, ami a nyugdíjmegállapítás – 1999-től megváltozó – rendszere miatt következett be, hiszen a nyugdíjak a csökkenő infláció mellett az előző évi magasabb nominális bérkiáramlást követték. A közösségi és juttatott fogyasztáson belül az áru és szolgáltatásvásárlás GDP aránya csökkent, míg a bérkiadásoké lényegében változatlan maradt.

4. Külföldi kereslet

A külkereskedelmi folyamatok rövid távú alakulását meghatározó legfontosabb tényezők: a lanyhuló nyugat-európai konjunktúra, az orosz válság elhúzódása és a belföldi kereslet folytatódó növekedése.

Főbb exportpiacainkon a GDP növekedése lassulást mutat. A GDP lassulása leginkább az export és a beruházási aktivitás lassulásából származott, amely az aggregált importkeresletre is mérséklőleg hatott. A belföldi felhasználás magánfogyasztással összefüggő komponenseinek alakulása azonban radikálisan eltér a fenti képtől, a kiskereskedelmi forgalom és az újautó-eladás 1998 második felében gyorsulást mutattak, harmadik negyedévben a tartós fogyasztási cikkek vásárlása is újra erőre kapott. A magyar export szempontjából ez kedvező, mivel az euró-zóna országaiba elsősorban fogyasztási cikket exportálunk. Az orosz válság hatására bekövetkezett jelentős exportcsökkenés után a jelenlegi szinten stabilizálódni látszanak a folyamatok, arra azonban nem számíthatunk, hogy ebben a relációban jelentősen bővüljön a kivitel. A belföldi kereslet élénkülése mind a fogyasztási cikkek mind a beruházási cikkek behozatalában további növekedést vetít előre.

1998 során a GDP szerkezetű export és import növekedési üteme mérséklődött, éves szinten a az export volumene 16,9%-kal, az import volumene pedig 23,2%-kal bővült. A következőkben a külkereskedelmi forgalom alakulását a megszokottól eltérően nem az éves növekedési indexek alapján mutatjuk be. A forgalom dinamikájában bekövetkezett gyors változásokat az éves indexek elfedik, ezért évesített vagy ún. rövid bázisú, az előző hónaphoz viszonyított indexeket használtunk.⁷

⁵ Az SZJA átlagos terhelésének csökkentése, illetve a bérgarancia-befizetések megszüntetése.

⁶ A beruházások GDP aránya az 1997. évi növekedés után a kiigazítás éveinek szintjére csökkent.

⁷ A rövid bázisú indexeket a dollárban mért szezonálisan igazított forgalmi adatok trendjéből számítottuk. A korábban megszokott indexekkel való összevethetőség kedvéért a havi változásokat évesítve, azaz 12. hatványra emelve közöljük. Ezek az indexek azt mutatják, hogy hogyan alakult volna a forgalom akkor, ha az adott havi dinamika 12 hónapig változatlanul fennmaradt volna.

Az euró-régió főbb makrogazdasági mutatói
(változás az előző év azonos időszakához képest)

	GDP	Belföldi felhasználás	Magánfogyasztás	Közösségi fogyasztás	Bruttó állásközvetlen felhalmozás	Export	Import	Újautó regisztrációk	Kiskereskedelmi forgalom
1995	2,2	1,9	1,9	0,1	3,3	8,1	7,5	0,3	2,0
1996	1,6	1,1	1,9	1,7	0,5	4,6	3,2	6,6	1,1
1997	2,5	2,0	1,5	0,2	1,9	10,2	9,0	3,9	0,9
1997. III. n. év	2,8	2,1	1,3	0,3	1,7	13,0	11,7	6,0	0,9
1997. IV. n. év	3,2	2,6	2,0	-0,5	2,7	11,4	10,4	11,2	2,2
1998. I. n. év	3,8	4,0	2,6	0,3	5,2	11,1	12,2	12,6	2,7
1998. II. n. év	2,5	2,7	2,2	0,4	1,5	7,3	8,4	3,3	1,8
1999. III. n. év	2,4	2,9	2,6	-0,2	1,9	3,6	5,2	7,5	3,0

Forrás: European Central Bank, Monthly Bulletin, January 1999.

A szolgáltatások egyenlege 1998 során fokozatosan romlott, 1997-hez képest mintegy 500 millió dollárral kisebb többlet alakult ki. A bevételek a korábbi évekre jellemző növekedéssel szemben 1998-ban stagnáltak, miközben a szolgáltatási kiadások jelentősen emelkedtek. A szolgáltatási bevételek dinamikájának megtörése az orosz válsággal hozható összefüggésbe, ami mind a szállítási, biztosítási, mind a turizmusból származó bevételeket mérsékelte. A szolgáltatás importbővülése alapvetően a gazdaság konjunkturális helyzetével magyarázható. Az egyéb szolgáltatások közül a kulturális szolgáltatások kiadásnövekedése is szembeűnő, ami adataink szerint a médiapiac fejlődésével hozható összefüggésbe.

A termékgalomban mind az exportnál, mind az importnál jelentős értéknövekedést lehetett tapasztalni, miközben a vámstatisztika szerinti külkereskedelem egyenlege 567 millió dollárral romlott az előző évhez képest. A külkereskedelmi egyenleg trendje az első negyedévi stagnálás után a második negyedévben jelentősen romlott. Augusztustól kezdődően az export növekedési üteme felzárkózott az importéhoz, és egyes hónapokban meg is haladta azt. Így a termékgalomban egyenlegében a harmadik negyedévtől a stabilizálódás jelei mutatkoztak.⁸

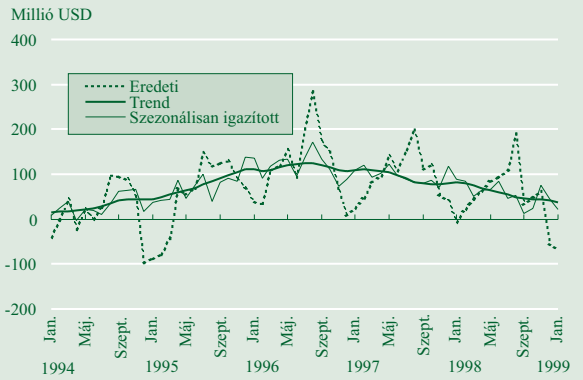
Az exportdinamika trendjének év eleji lelassulása a FÁK-országokba irányuló kivitel folyamatos és jelentős csökkenésével magyarázható. A FÁK-országokon kívüli export növekedése is mérséklődött az év során, de a kivitel még így is 20%-ot meghaladó ütemben emelkedett. Érdemes felfigyelni arra, hogy az ezen régióba irányuló kivitel az orosz csődhelyzet kialakulása előtt, már az év elejétől elkezdett csökkenni, ami valószínűsíti, hogy a hazai exportőrök az orosz pénzügyi rendszer problémáit részben már látták. Az augusztus–szeptemberben tetőző válság gyakorlatilag az utolsó lökést adta az Oroszországba irányuló exporttevékenység felfüggesztéséhez vagy felszámolásához. Az oroszországi export 1998-ban összesen 308 millió dollárral maradt el az 1997. évi teljesítménytől.

Termékcsoportok szerint vizsgálva az export második félévi javuló dinamikáját döntő módon befolyásolta a gépexport alakulása. A II. negyedévben átmenetileg lassuló növekedési ütemet az autóbuszexport visszaesése okozta. A második félévben az Európai Unió piacain növekvő tartósfogyasztási-cikkek kereslete eredményeként a személygépkocsi-export jelentősen megemelkedett. A járműexportból származó többletbevételek ellensúlyozták az orosz gazdasági válság hatását.

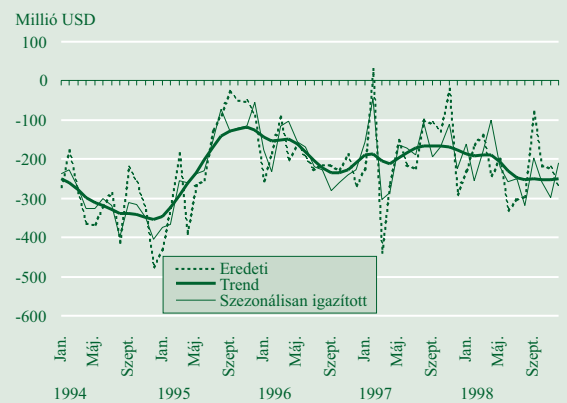
Az egyéb termékcsoportok közül az élelmiszer-, nyersanyag- és energiahordozó export jelentősen visszaesett, a feldolgozott termékek exportja pedig stagnált. A feldolgozott termékeken belül visszaesett a vegyipari export, stagnált a fa-, papír- és mű-

⁸ A volumenadatok dinamikája némileg eltérő képet mutat az értékadatokhoz képest. A különbség a kedvező cserearány-változással és nemzetközi ártenenciákkal magyarázható. Az év első három negyedévében az import volumene átlagosan 27,7%-kal, míg az export volumene 25,9%-kal növekedett. Az export volumene az első félévi dinamikus növekedés után a második félévben laposodott el. (Miközben az exportértékek a második félévben már erősödő exporttevékenységre utalnak.) A volumenadatok értékelését megnehezíti, hogy azok ún. egységértékekből képződnek, amelyek nagymértékben torzítanak jelentős struktúra- és minőségváltozások esetén, ezért az értékadatokra való támaszkodást biztonságosabbnak tartjuk, különösen egy átmeneti gazdaságban. Elemzéseinket mind a dollárban, mind ECU-ben számítva elvégeztük. Mivel a különböző denominációban való elszámolás nem adott kvalitatíve más eredményt, a konvenció szerint a dolláradatakból számított eredményeket közöljük.

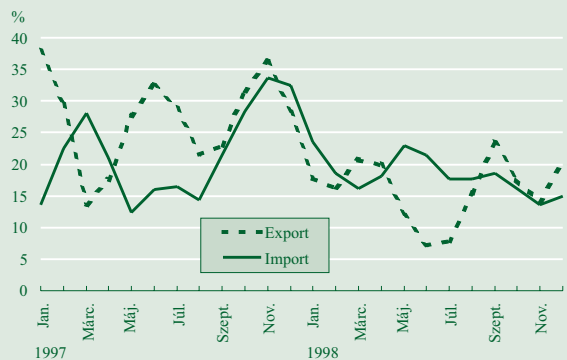
A szolgáltatásegyenleg alakulása



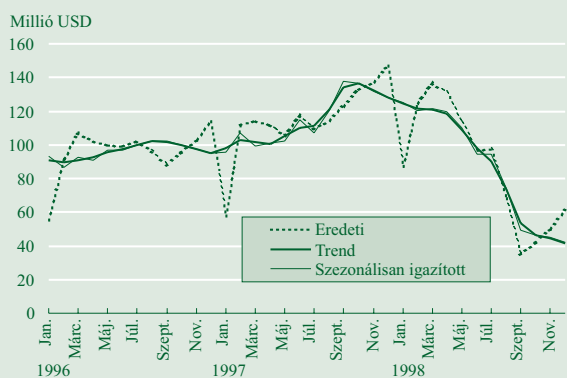
A külkereskedelmi egyenleg alakulása



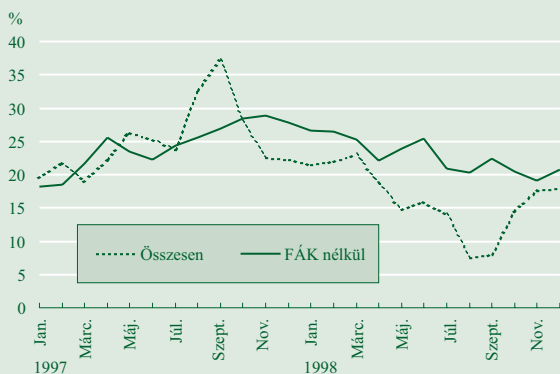
A vámstatisztika szerinti export- és importtrendje (évesített havi növekedési ütemek)



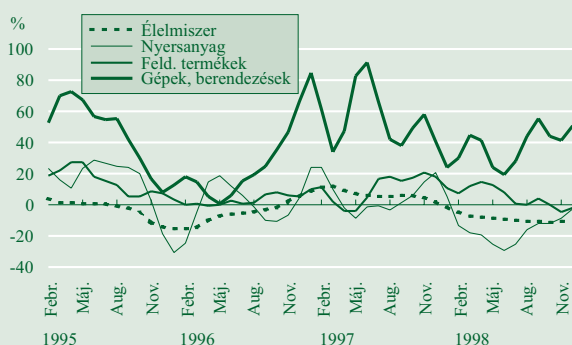
A FÁK-országokba irányuló exportunk alakulása



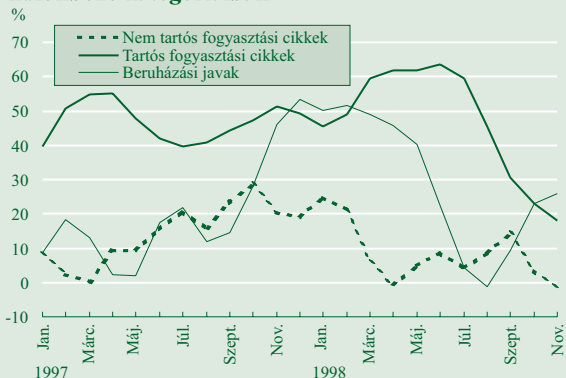
A teljes és a FÁK nélküli származtatott exporttrend évesített növekedési ütemei



Az élelmiszerek, nyersanyagok, feldolgozott termékek exporttrendjének évesített növekedési üteme (SITC 5 főcsoportos bontás)



Évesített trend növekedési ütemek az import különböző kategóriáiban



anyagipari export, nőtt viszont a textilipar exportja. A visszaeső könnyűipari, nyersanyag- és élelmiszerexportot jelentős részben a délkelet ázsiai válság hatására bekövetkező harmadik piaci verseny erősödésével és az orosz export visszaesésével magyarázhatjuk.

Az áruforgalmi import 1998. évi növekedése szoros kapcsolatba hozható a magyar belföldi felhasználás növekedésével, az erőteljes beruházási tevékenységgel, illetve a megnövekedett tartós fogyasztási cikkek kereslettel.⁹ A lakossági fogyasztás felfutásával egyidőben a tartós fogyasztási cikkek importja nőtt a leggyorsabban, bár az év második felében a tartós fogyasztási cikkek importjának dinamikája jelentősen csökkent. A beruházási javak behozatala az év közepén átmenetileg lassult, majd újra növekvő tendenciát mutatott. A nem tartós fogyasztási cikkek és az egyéb termékek behozatalának növekedése pedig jelentősen elmaradt a tartós fogyasztási cikkek bővülési ütemétől.¹⁰

Az import esetében a megfigyelések egybevágóan azzal a nemzetközi üzleti ciklusokban megfigyelhető jelenséggel, hogy a ciklust a tartós fogyasztási cikkek és beruházási termékek dinamikája vezérli, és a nem tartós fogyasztási javak, illetve a termeléshez felhasznált inputok szerepe a ciklikus mozgásban sokkal kisebb. Az importnál a rövid bázisú indexek ellentétes mozgása a tartós fogyasztási cikkek és a beruházási termékek esetében egymásnak ellentmondó következtetésekre vezethet a gazdasági ciklus állapotára vonatkozóan. A tartós fogyasztási cikkek gyorsan visszaeső fogyasztása a gazdasági ciklus visszafelé fordulását predesztinálja. Az újra felgyorsulni látszó beruházási dinamika viszont azt mutatja, hogy legalábbis a külkereskedelmi folyamatok szerint a ciklus fordulópontja még nem érkezett el.

1998. évi import országszerkezetében jelentős átrendeződés történt, az ázsiai import az összes behozatalnál sokkal gyorsabban, mintegy 45,4%-kal emelkedett. Az időszak alatt 2 százalékponttal, 12,1%-ra nőtt az ázsiai országok részaránya az összes importon belül. Az ázsiai import bővülését a régió valutáinak reálevértékeltődése ösztönözte. Az ázsiai import behatolás jelentős része gépiport, melyek keresletét alapvetően a gazdaság konjunkturális helyzete és csak kisebb mértékben e termékek ára határozza meg. Mivel e termékeknek csak korlátozott mértékben vannak közeli hazai helyettesítői, a relatív árak megváltozása elsősorban az import országszerkezetét és nem aggregált szintjét befolyásolta.

⁹ A külkereskedelmi forgalom felhasználási célú különválasztása a HS 4 hegyű bontása szerint saját kategorizálás alapján történt.

¹⁰ A beruházási tartós és nem tartós fogyasztási cikkek importjának elhatárolásáról szóló módszertani részt lásd külön boxban.

IV. Kínálati tényezők

1. Munkaerő-piaci folyamatok

Az elmúlt időszakban folytatódtak a kedvező munkaerő-piaci folyamatok. Határozottan látható a *gazdasági aktivitási ráta emelkedése*: tavaly az egyre magasabb aktivitási ráták az utolsó negyedévre 51,8%-os értékig emelkedtek, így 1998 egészére már az 1997. évi szintet megközelítő 51,7%-os átlag adódott. Optimizmusra ad okot, hogy az aktivitás emelkedése a munkanélküliek számának esése és a foglalkoztatottság erőteljes bővülése mellett következett be. Figyelemmel kell lenni azonban a népesség *demográfiai szerkezetének* változására is: a kor és nem szerinti összetétel változása a következő években *pozitívan* hat az aktivitási rátára, ami így fokozatosan, de tartósan emelkedni fog.

1.1 A foglalkoztatottság alakulása

A KSH lakossági felmérése szerint 1998-ban tovább emelkedett a foglalkoztatottak létszáma, az év átlagában mintegy 0,7%-kal. A 15–74 éves népességhez viszonyított *foglalkoztatási arány* a tavalyi év végére meghaladta a 47,9%-ot, ami az 1995 elején mérttel azonos rátát mutat.

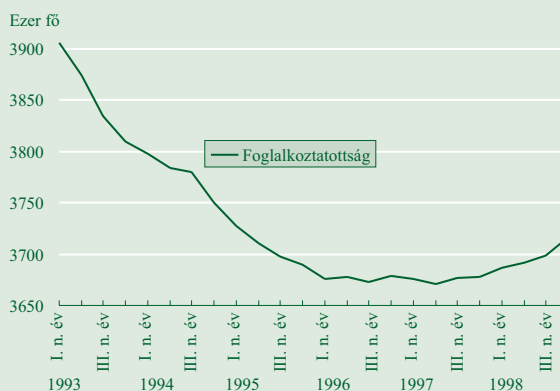
A KSH intézményi statisztikája ágazati bontású adatokat az 5 fő feletti vállalkozásokra, illetve a költségvetési intézményekre közöl. Ezen adatok szerint a létszámnövekedés 1998 utolsó negyedévében 0,7%, a tavalyi év átlagában pedig 0,4% volt. Az 1998. év egészét tekintve *átlag feletti létszámnövekedést produkált a feldolgozóipar* (1,5%), ezen belül a *gépipar* (6,1%) és a *kehészet* (4,9%). A szolgáltatásokon belül kiemelkedő létszámnövekedést mutatott az *ingatlanügylek és gazdasági* (számítástechnikai, jogi, tanácsadói stb.) *szolgáltatások* ágazata (2,3%). A költségvetési intézményekben alkalmazottak száma gyakorlatilag stagnált, ezen belül azonban emelkedett a *közigazgatás és a kötelező társadalombiztosítás* létszáma (3,2%).

1.2 A munkanélküliség alakulása

A munkanélküliségi ráta 1998 utolsó negyedévére 7,5%-ra csökkent, 1998 egészében így átlagosan 7,8%-os értéket mutatott.

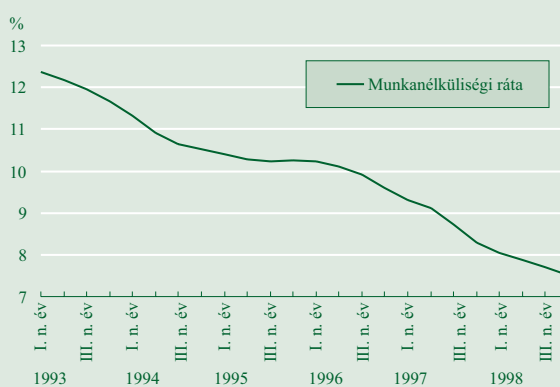
Az 1998. novemberi inflációs jelentésben mutattuk be, hogy *szűk keresztmetszetek* problémáját vetíti előre, ha a gazdasági növekedés számára nem állnak rendelkezésre megfelelő munkaerő-tartalékok. Adataink fényében a helyzet nem változott: a rövid ideje állástalan, illetve felsőfokú végzettséggel rendelkezők munkanélküliségi rátája továbbra is a súrlódásos szint közelében jár.

A foglalkoztatottak számának alakulása *



* Szezonálisan igazított adatai a KSH Munkaerőpiaci jellemzők c. kiadványa alapján időben összehasonlítható módon számítva.

A munkanélküliségi ráta alakulása*



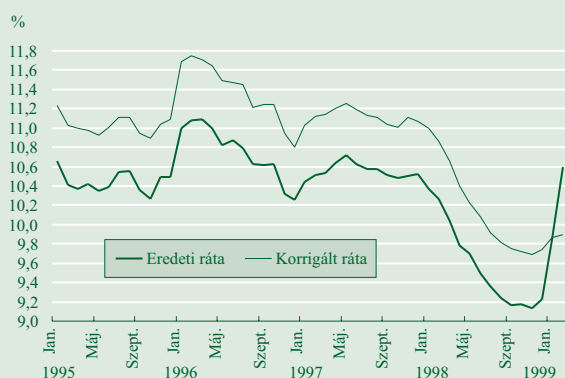
* Szezonálisan igazított adatai, a munkanélküliség az ILO definíciója szerint, időben összehasonlítható módon számítva.

A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése

A köztudatban gyakran keveredik két különböző munkanélküliségi mutató használata: a KSH által publikált, kérdőíves lakossági felmérésre alapozott mutató mellett sokan az Országos Munkaügyi Módszertani Központ (OMMK) által a *regisztrált munkanélküliek* számából készített ráta alakulását vizsgálják. Két probléma merül fel a regisztrációs rátával kapcsolatban. Egyrészt nem a ténylegesen munka nélkül lévő és aktívan állást kereső populáción, hanem a munkaügyi központoknál hivatalosan regisztrált állományon alapul. Más felmérésekből tudjuk, hogy a regisztrált állomány mintegy fele valójában nem munkanélküli, hanem inaktív vagy foglalkoztatott. A regisztrált létszám alakulása tehát nem kizárólag a munkapiaci kereslet-kínálat függvénye, hanem legalább ilyen mértékben hatnak rá *szabályozási sokkok*, azaz a különféle jogcímenek szociális transzferekhez való hozzájárulás szabályainak változása. További gondot jelent, hogy a regisztrációs ráta nevezőjében nem az éppen aktuális aktív létszám, hanem az évente egyszer összeállított ún. Munkerőmérlegben szereplő aktív állomány szerepel. Így a ráta számlálója folyamatosan, nevezője viszont csak évente – januárban – változik, ami megnehezíti a ráta értelmezését.

Az elmúlt hónapokban a regisztrációs ráta a KSH-rátához képest eltérő tendenciájú képet fest – 1998. év végén a KSH-ráta az állástalanság csökkenését vetítette előre, míg az OMMK-ráta szerint az 1998. novemberben mért 8,8%-ról két hónap alatt 10,3%-ra ugrott fel a munkanélküliség! A regisztrált munkanélküliségi mutató által jelzett negatív fordulatot valójában módszertani problémák okozzák. Először is a munkanélküliség, mint a legtöbb gazdasági folyamat, meglehetősen szabályos, éven belüli *szezonális ingadozást* mutat – a folyamat trendjétől függetlenül ősszel mindig esik, míg az év elején mindig emelkedik a regisztrált munkanélküliek száma. Ez a regisztrációs ráta 1,5%-os emelkedésének közel kétharmadát magyarázza. További gond az OMMK-mutató *számítási módszerének 1999. januári megváltoztatása*. Korábban a munkanélküliségi ráta viszonyítási alapjául szolgáló gazdaságilag aktív népesség a munkahelyükről gyes/gyed miatt távollévőket is magában foglalta; 1999-től azonban – a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően – kiveszik az aktívak közül ezt, az éves átlagban közel negyedmillió csoportot. A módszertani váltást azonban a korábbi adatokon nem vezették végig, így a váltás miatt zsugorodó aktív létszám kizárólag az új, 1999. januári ráta értékét emelte meg. Ezt az adatot azonban csak a vele módszertanilag konzisztens módon, azaz a gyesen/gyeden lévők kihagyásával újraszámított korábbi adatokkal szabad összevetni. Időben összehasonlíthatóvá tett és szezonálisan igazított idősorunk szerint az 1998 őszi 9,7%-os ráta emelkedett 1999. januárra 9,9%-ra, a tényleges romlás *csupán 0,2% volt*.

Az eredeti és a korrigált regisztrált munkanélküliségi ráta*



* Szezonálisan igazított adata sorok.

1.3 Béralakulás

A KSH adatai szerint az előző év azonos időszakához viszonyítva 1998 utolsó negyedében a bruttó nominális bérek átlagosan 15,5%-kal nőttek, így 1998 egészére az átlagbér-növekedés üte-

me 18,3% volt. Az inflációt figyelembe véve ez az utolsó negyedévben 3,8%, 1998 egészében pedig 3,6%-os reálbér-növekedésnek felelt meg. Az összetétel hatásától megtisztított *bérinflációs* mutató alakulását a táblázat mutatja.

A magas és emelkedő arányú fizikai munkaerőt foglalkoztató feldolgozóipar foglalkoztatásbeli előretörésének eredményeképpen a piaci szektor és 1998 végére már a nemzetgazdaság egészében is *emelkedett a fizikai munkaerő aránya*, így az ilyen összetételváltozást kiszűrő bérinflációs mutató az átlagbér-emelkedési ütemeknél rendre *magasabb* bérnövekedést jelez.

A *közszolgálati szektor* bérinflációja az 1995-ben tapasztalt nagy elmaradás után fokozatosan felzárkózott a versenyszférában mérthez, majd 1997–1998 során azt meg is haladta. Legfrissebb adataink fényében azonban úgy tűnik, nem állandósult a relatíve magas közszolgálati bérdinamika; a versenyszféra mellett a közszolgálati szektor béremelkedése is alkalmazkodott a mérséklődő inflációhoz.

A közösségi szektor 1998. utolsó negyedévi, meglepően alacsony bérinflációja mögött azonban *átmeneti* jelenségek is megfigyelhetők.

A béreket rendszeres és nem rendszeres kifizetésekre bontva azt tapasztaljuk, hogy *a teljes bér 1998. végi alacsony emelkedése mögött, különösen az oktatás, egészségügy és szociális ellátás szektorokban a nem rendszeres kifizetések nominális szintjének esése áll.* Ez egyfelől magyarázza az említett szektorok 1998 első háromnegyed évében tapasztalt relatíve magas bérnövekedését – az utolsó negyedéves „extra kifizetések” egy részét az év során, ütemezve, már kifizették. Másfelől arra is számíthatunk, hogy az 1998 végén „visszatartott” bértömeg másik részét 1999 elején fizetik ki, így a közösségi szektor tavaly év végi alacsony bérinflációja relatíve magas, 1999. évi bérnövekedésben csapódik majd le.

Az ágazati béralakulás jól magyarázható az 1998. novemberi inflációs jelentésben már részletesen bemutatott hipotézisekkel. A foglalkoztatottságát dinamikusan növelő *feldolgozóipar* bérinflációja 1998-ra tovább mérséklődött, az év végére 17% alá süllyedt.

A *piaci szolgáltatások* szektorán belül most is eltérő béralakulást tapasztalunk a kereskedelemben és az egyéb ágazatokban. A *kereskedelmi szolgáltatók* belföldi versenye, illetve a munkaerő könnyű helyettesíthetősége kikényszeríti a bérdinamika dezinflációs folyamathoz való alkalmazkodását. A feszítettebb munkaerőpiaccal jellemezhető *egyéb szolgáltatások* nominális bérnövekedése azonban továbbra is magasan az infláció fölött halad, nominális alkalmazkodásra a legfrissebb adatok sem utalnak. Ez *szűk keresztmetszetekre* is utalhat. Noha a gazdasági növekedés eddig a feldolgozóipari foglalkoztatás bővülésében testesült meg, hosszabb távon valószínűsíthető a jelenleg az összes foglalkoztatott ötödét sem képviselő egyéb szolgáltatások térnyerése.

A már most tapasztalt szűk keresztmetszetek azonban inflációs veszélyre utalnak: ha nem áll készen megfelelő munkaerő-tartalék, béralakulásra az egyéb szolgáltatások szektorban hosszabb távon sem számíthatunk.

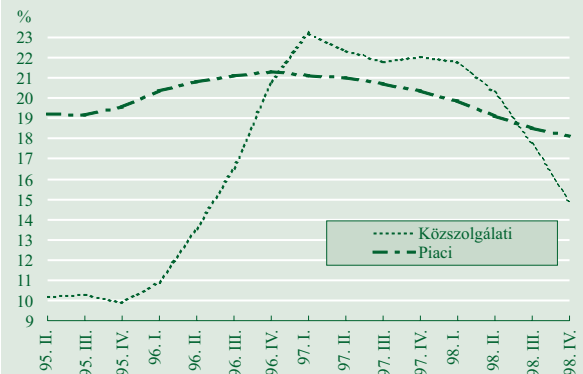
Nominális bérnövekedési tehetetlenségnek a gazdaság többségében tehát nincs jele. Várakozásaink szerint 1999-ben is folytatódhatnak a kedvező folyamatok; a csökkenő inflációhoz a piaci és közösségi szektorok többségében alkalmazkodni fognak. Az

A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként

	1998					1998 I-IV. n. év
	1997 IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Mezőgazdaság, halászat	17,1	16,8	16,6	16,4	16,1	16,5
Bányászat	32,0	23,6	10,6	5,1	5,9	11,3
Feldolgozóipar	20,5	19,4	18,1	17,2	16,6	17,8
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	21,3	20,8	19,9	18,7	17,7	19,3
Építőipar	20,9	18,9	16,8	15,1	14,1	16,2
Kereskedelem, járműjavítás	18,5	17,6	16,9	16,6	16,5	16,9
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	14,2	13,9	13,3	13,0	12,6	13,2
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	21,9	21,7	21,5	21,4	21,3	21,4
Pénzügyi tevékenység	27,2	26,7	26,1	25,6	25,2	25,9
Ingatlanügylek, gazdasági szolgáltatás	21,3	26,8	30,9	32,0	31,9	30,4
Közigazgatás, védelem, TB	18,4	17,9	17,8	18,0	18,2	18,0
Oktatás	27,3	26,4	23,8	19,6	15,9	21,4
Egészségügyi és szociális ellátás	19,7	20,6	19,5	15,4	9,4	16,2
Egyéb szolgáltatás	16,3	16,6	16,5	15,7	14,3	15,8
Nemzetgazdaság összesen	20,8	20,3	19,4	18,2	17,0	18,7

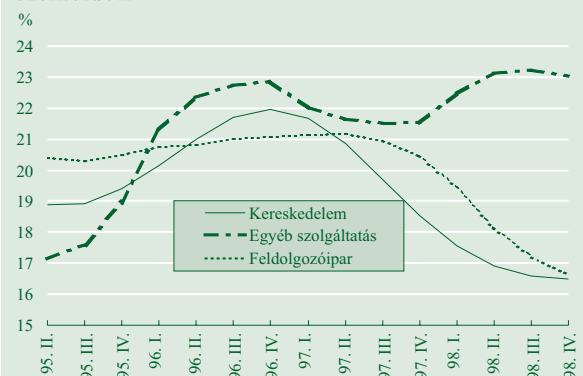
* Szezonálisan igazított bér adatokból, MNB saját számítása.

Bérinfláció a piaci és a közszolgálati szektorban*

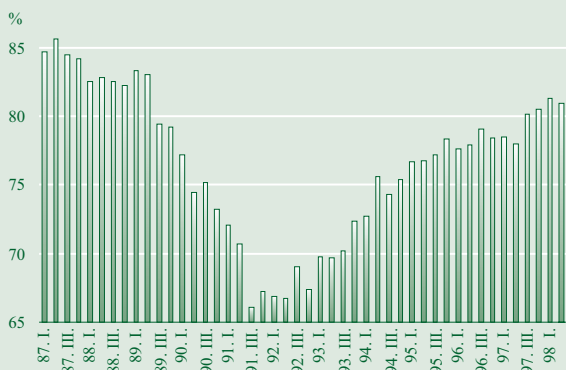


* Szezonálisan igazított bér adatokból számítva. *Piaci szektorok*nak a KSH-terminológia szerinti A-K jelű ágazatokat tekintettük: mezőgazdaság, bányászat, feldolgozóipar, villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás, építőipar, kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, szállítás, raktározás, posta és távközlés, pénzügyi tevékenység, ingatlanügylek és gazdasági szolgáltatás. *Közszolgálati szektor*nak az L-N jelű ágazatokat tekintettük: közigazgatás és kötelező társadalombiztosítás, védelem, oktatás, egészségügyi és szociális ellátás.

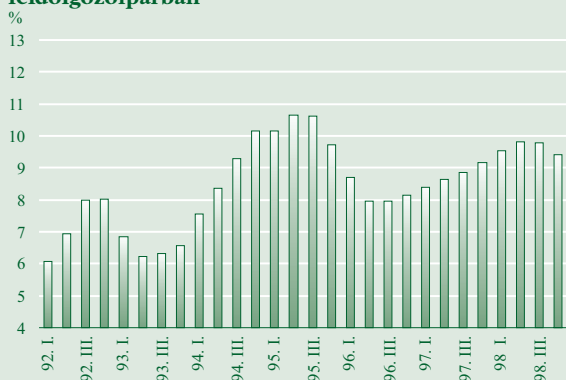
Bérinfláció a feldolgozóiparban, a kereskedelemben és az egyéb szolgáltatói szektorban



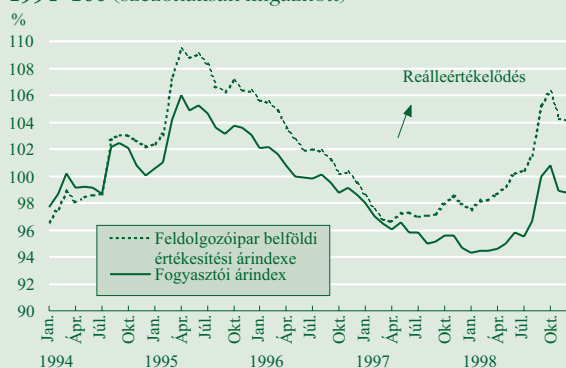
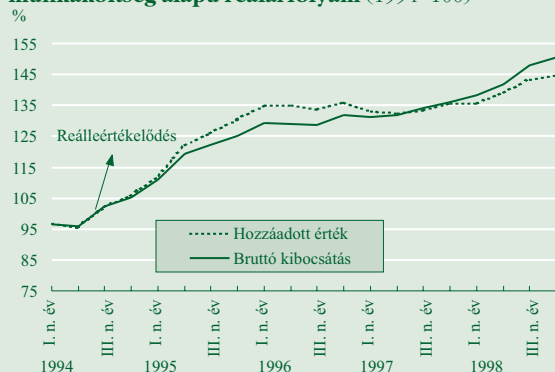
* Szezonálisan igazított bér adatokból számítva. Az *egyéb szolgáltatói szektor*ra kereskedelem kihagyásával képzett piaci szolgáltatások aggregátuma: szálláshely-szolgáltatás, szállítás, raktározás, posta és távközlés, pénzügyi tevékenység, ingatlanügylek és gazdasági szolgáltatások tartoznak ide.

Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*

* Szezonálisan igazítva, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg.

A kapacitáshiányos vállalkozások aránya a feldolgozóiparban

* Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg.

Fogyasztói árindexen és a feldolgozóipar belső értékesítési árindexén alapuló reálárfolyam, 1994=100 (szezonálisan kiigazított)**Bruttó és nettó kibocsátással számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam (1994=100)**

egyéb piaci szolgáltatásokban állandósuló, kiugróan magas bérinfláció ellen a monetáris politika nem léphet, de a megoldást jelentő munkaerő-tartalékok megeremthetők lennének az állam – szellemi munkaerő esetében domináns – foglalkoztatási súlyának lefaragása, illetve hosszabb távon általában az oktatáspolitikai hatékonyabbá tétele révén.

2. Kapacitáskihasználtság

Az átlagos kapacitáskihasználtság 1998 második felében csökkent a feldolgozóiparban. A csökkenés mögött két tényező állt, egyrészt a feldolgozóipar ebben az időszakban is jelentős mértékben növelte kapacitásait, ami megmutatkozik mind a szektor beruházási, mind foglalkoztatási statisztikáiban, másrészt ez a szektor volt az, melyet legközvetlenebb módon érintett az orosz válság hatása.

Miközben az átlagos kapacitáskihasználtság enyhén csökkent, a kapacitáshiánnyal küzdő vállalatok részaránya alig változott. Ez arra utal, hogy nem az orosz válság által sújtott vállalkozások voltak azok, amelyek eleve kapacitáshiánnyal küzdöttek, s az a tény, hogy ez a csoport kapacitásait még mindig szűkösnek ítéli arra utal, hogy mind az általános konjunktúra, mind a beruházási konjunktúra folytatódására számítanak.

3. Versenyképesség

Az év elején megkezdődött reálértékelődő tendencia felgyorsulása volt megfigyelhető 1998 második felében. A forint fogyasztóiár-alapon 3,3%-kal, feldolgozóipariár-alapon 6,3%-kal, bruttó kibocsátás, illetve hozzáadott érték szerinti fajlagos munkaköltség-alapon 10, illetve 6,5%-kal értékelődött le reálértékben.

A versenyképesség alakulásánál figyelembe kell venni, hogy az elmúlt időszakban a magyar exportőrök egyes csoportjainak megváltoztak a piaci pozíciói, jelentős piacvesztést, illetve jövedelmezőségromlást szenvedtek el, miközben az exportszektor jövedelmezősége aggregált szinten nem romlott. A forint reálértékelődése elősegítette, hogy a megerősödő harmadik piaci versenynek kitett exportőrök, elsősorban a kohászat és vegyipar területén kisebb jövedelmezőségromlással tudjanak alkalmazkodni az alacsonyabb világpiaci árakhoz. A forint reálértékelődése mérsékelte az orosz válság miatti piacváltási kényszer negatív következményeit is.

Miközben e strukturális problémák kezelését megkönnyítette az árfolyam reálértékelődése, az árfolyampálya kijelölése során a jegybankot nem ez a szempont vezérelte. A vállalkozói szektor egészének, de különösen az exportáló vállalatoknak a jövedelmezősége aggregált szinten tovább javult, ami azt mutatja, hogy a leértékelés versenyképességi szempontból nem volt indokolható.

Az alacsonyabb feldolgozottsági fokú termékeket előállító szektorokban a kivitel csökkent, de a visszaesés mértéke összhangban volt az összes külföldi kereslet mérséklődésével, a versenytársakhoz viszonyított relatív piaci pozíciók nem romlottak számottevő mértékben.

V. A külső egyensúly

1. A nettó megtakarítói pozíciók

A folyó fizetési mérleg a gazdaság megtakarítási és beruházási egyensúlyának mutatója. A megtakarítási-beruházási egyensúly egy „elméleti” folyó fizetési mérleget határoz meg, amely a fizetésimérleg-statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér.¹

A gazdaság egészének megtakarítási és beruházási pozícióját a rezidens gazdasági szereplők (az államháztartás, a vállalati szektor és a háztartások) egyéni pozícióinak összegeként kapjuk meg, e szektoronkénti megtakarítási-beruházási egyenleget a nemzetközi szóhasználatnak megfelelően *nettó finanszírozási kapacitásnak*/szükségletnek nevezzük. Előző jelentésünkötől és más korábbi MNB-publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját operacionális szemléletben adjuk meg, ami könnyebben értelmezhető összefüggésben áll a pozícióváltozásokat meghatározó reálgazdasági döntésekkel. Ez azt jelenti, hogy míg korábban a nettó pénzügyi vagyon inflációs értékvesztése miatti kompenzációt jövedelemként, illetve folyó megtakarításként számoltuk el, ezentúl csak a kamatok inflációs kompenzáció feletti részét tekintjük jövedelemnek, illetve a pénzügyi vagyon inflációs értékmegőrzés feletti részét megtakarításnak.

A külföldi tulajdonú vállalatok növekvő profitrepatriálásának² következtében 1998-ban tovább növekedett a GDP és a rendelkezésre álló jövedelem különbsége.

A **háztartások** finanszírozási kapacitása 1998-ban a GDP 0,5%-ával emelkedett. E növekedés nem a háztartási szektor fogyasztási megtakarítási hajlandóságának változását tükrözi, hanem két átmeneti tényezőnek tulajdonítható. A nyugdíjreform a GDP 0,3%-ával növelte a lakossági megtakarításokat. A lakásberuházáshoz kapcsolódó ÁFA visszaigénylési lehetősége 1999. januári hatállyal történő visszaállítása miatt a lakossági beruházások jelentősen csökkentek. E két tényezővel korrigálva a háztartások nettó finanszírozási kapacitása kismértékben csökkent.

A **vállalati szektor** finanszírozási igénye a gazdaság ciklikus pozíciójának megfelelően alakult, a beruházási kiadások a jöve-

¹ A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetésimérleg-statisztika jelenleg még pénzáram alapú, azaz azon rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat, melyek nem járnak pénzmozgással, nem rögzíti, míg előfordulhat olyan eset, hogy közgazdasági értelemben átértékelődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet.

² A repatriált profit a táblázatban eredményszemléletben van elszámolva, ami azt jelenti, hogy a repatriált profit nem a hazautalás évében van elszámolva, hanem amikor megtermelték. Az 1998-ra vonatkozó szám az MNB becslése a külföldi tulajdonú vállalatok adózott jövedelme alapján.

A nettó finanszírozási szükséglet és a folyó fizetési mérleg hiányának alakulása a GDP százalékában

	1995	1996	1997	1998
Folyó fizetési mérleg	-5,3	-3,7	-2,1	-4,9
Nettó külföldi finanszírozási igény	-2,9	-2,7	-2,5	-4,8

Inflációszűrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékában*

	1995	1996	1997	1998
Bruttó hazai termék	100,0	100,0	100,0	100,0
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-4,1	-3,6	-4,2	-4,3
+viszonatlan átutalások	2,5	2,0	2,2	2,1
Rendelkezésre álló jövedelem	98,4	98,4	98,0	97,8
-háztartások	74,1	73,2	71,0	71,2
-államháztartás	13,9	15,5	14,6	13,4
-vállalkozások	10,4	9,8	12,4	13,3
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	77,4	74,3	72,7	72,9
-háztartások fogyasztása	66,3	64,1	62,6	62,7
-közösségi fogyasztás	11,0	10,2	10,1	10,1
Bruttó megtakarítás**	21,1	24,2	25,3	25,0
-háztartások megtakarítása	7,8	9,1	8,4	8,5
-államháztartás megtakarítása	2,9	5,3	4,5	3,2
-vállalati megtakarítás	10,4	9,8	12,4	13,3
Nettó tőke-transzfer				
-háztartások	0,7	0,8	0,5	0,3
-államháztartás	-1,5	-1,2	-1,4	-1,5
-vállalat	0,8	0,4	0,9	1,3
Felhalmozások	23,9	26,8	27,8	29,8
-háztartások beruházása	4,9	5,0	4,8	4,0
-államháztartás beruházása	3,5	3,4	3,5	3,3
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	15,5	18,4	19,5	22,3
Nettó megtakarítás	-2,9	-2,7	-2,5	-4,8
Háztartások megtakarítása	3,6	4,9	4,2	4,7
Államháztartás megtakarítása	-2,1	0,7	-0,4	-1,6
Vállalati megtakarítás	-4,4	-8,3	-6,3	-7,8

Megjegyzés: Kerekítésből eredően a részek összesenje a táblázatban szereplő összesentől eltérhet. KSH tény (nemzetgazdaság és háztartás 1995-ig), illetve MNB-becslés.

* A mutatók eredményszemléletet közöltek. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkidadások eredményszemléletűek.

** Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amorfizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás. A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferok és viszonatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

delmek növekedésénél is gyorsabb ütemben nőttek, ami a forrásbevonás növelését tette szükségessé. 1995-ben a kiigazítási program a GDP növekedésének lassulását okozta, a vállalati jövedelmeket előre nem látható módon növelte, mind a (reál-) bérköltségek csökkentése, mind az átmeneti reálalulértékeltésen keresztül. Az 1997. évi pozíció alakulását is lehet hasonló érveléssel magyarázni, hiszen itt egyrészt a gazdaság szereplői lényegesen alábecsülték a növekedés mértékét, amit jól tükröz a vállalati nettó finanszírozási igény hónapról-hónapra történő csökkenése. Paradox módon a vállalati szektor javuló nettó finanszírozási kapacitásához ekkor jelentősen hozzájárulhatott a költségvetés 1997-ben tapasztalt gyors romlása is, hiszen adott beruházási döntések mellett az államháztartásból kiáramló pénzek a vállalati szektorban csapódtak le. 1998 részben a korrekció éve volt, a növekvő beruházási kereslet jelentősen megnövelte a vállalati szektor nettó finanszírozási szükségletét.

Az éves mutatók alapján az államháztartás nettó finanszírozási szükséglete 1997-ben és 1998-ban kb. a GDP 1,2%-ával romlott.

A lakossági finanszírozási kapacitás növekedése, valamint a vállalati és államháztartási pozíció egyidejű romlása eredményeként 1998-ban a nettó külföldi finanszírozási igény 2,3%-kal emelkedett. Az államháztartás finanszírozási szükségletének növekedése már 1997-ben is a folyó finanszírozási mérleg romlását okozta volna, de ezt a hatást ellensúlyozta, hogy a vállalati szféra finanszírozási igénye – átmenetileg, a vártnál kedvezőbb növekedés miatt – csökkent. 1998-ban a vállalati szektor a gazdasági ciklus várható alakulásának megfelelően korrigálta, azaz növelte nettó finanszírozási szükségletét, amit csak részben ellensúlyozott a lakosság – feltehetően átmeneti tényezőknek tulajdonítható – nettó finanszírozási kapacitásnövekedése. A külső egyensúly romlása csak akkor lett volna elkerülhető, ha az államháztartási pozíció ellensúlyozta volna a magánszektor autonóm pozícióromlását, ezzel szemben az államháztartás finanszírozási kapacitásának alakulása is kedvezőtlen irányba hatott.

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A fizetésimérleg-statisztika alapján a folyó fizetési mérleg egyenlegében 1998 harmadik negyedévében mintegy 450, negyedik negyedévében viszont több mint 950 millió dollár hiány keletkezett. A fizetésimérleg-statisztika számai alapján 1997 harmadik és negyedik negyedévéhez képest a külkereskedelmi áru- és szolgáltatásforgalom romlása járult hozzá a legnagyobb mértékben a folyó fizetési mérleg hiányának növekedéséhez. Ez a reálfolyamatokban már korábban megkezdődött deficitnövekedést tükrözi (a szolgáltatásforgalom egyenlege már 1997 folyamán is végig romlást mutatott), amely a fizetésimérleg-statisztika számaiban az áru- és pénzmozgás időbeli eltérése miatt késleltetve jelentkezett. Ezen túlmenően a romlás a jövedelemkivonás növekedésének: a nem adósság jellegű külföldi befektetések (főleg működőtőke-befektetések) utáni profitátutalások egyszeri (decemberi) megemelkedésének tulajdonítható (miközben az adósságjellegű befektetések utáni jövedelemátutalások valamelyest csökkentek). Meg kell jegyezni, hogy ez nem jelent valamilyen radikális fordulatot a külföldi működőtőke-befektetők Ma-

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

Millió USD

	1997. III. n. év	1997. IV. n. év	1997	1998. III. n. év	1998. IV. n. év	1998
I. Áruk, egyenleg	-346	-429	-1 734	-687	-739	-2 121
Bevétel (export)	4775	5482	19 637	4944	6021	20 749
Kiadás (import)	5121	5912	21 371	5630	6761	22 870
2. Szolgáltatások	464	218	1 177	328	55	678
Idegenforgalom, egyenleg	539	339	1 428	515	254	1 298
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-75	-121	-251	-187	-199	-621
3. Jövedelmek	-418	-354	-1 421	-372	-555	-1 872
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-280	-178	-942	-204	-183	-911
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-138	-176	-478	-168	-371	-961
4. Folyó átutalások	376	270	996	299	278	1 018
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	77	-296	-981	-432	-961	-2 298

gyarországhoz, az itt megvalósított befektetésekhez való hozzáállásában, még akkor sem, ha számszerűen az ezen a soron keletkezett deficit az év egészét tekintve kétszer akkora volt, mint 1997-ben.

Az 1998. év Magyarország gazdasági teljesítményét tekintve nagyon sikeres esztendő volt, amely egybeesett a korábbi külföldi működőtőke-befektetések következtében létrejött vállalkozások érett szakaszba történő fordulásával, egyben nyereséggé válásával.

Ezen cégek nyereséggé válása tehát minden egyéb körülménytől függetlenül is megemelte volna a jövedelemátutalások szintjét 1997-hez képest. Emellett azonban valószínűleg hatása volt annak is, hogy a tőlünk keletre kibontakozott válság eredményeképpen, ottani gyengébb eredményeik miatt a Magyarországon működő multik az általuk eredetileg előirányoztnál is nagyobb mértékben repatriálták a nálunk megtermelt profitjukat. Míg tehát a számok radikális deficitnövekedést mutatnak, a mögöttes folyamatok megítélése már korántsem ilyen kedvezőtlen.

A folyó átutalások 1998 második felében a bázis időszakhoz képest valamelyest alacsonyabb egyenleget mutattak, az év egészét illetően azonban egyenlegében úgyszólván változatlanok maradtak.

A folyó fizetési mérleg hiányát a harmadik negyedévben (az orosz válság mélypontján) döntően az MNB finanszírozta nemzetközi tartalékaiból. Ebben az időszakban a külföldiek részéről jelentős nettó állampapír-eladásokra került sor.

A bankrendszer nyitott pozíciójának csökkenése pótlólagos devizakeresletet teremtett, amely túlkompenzálta a vállalati szféra külföldi tőkebevonását. Ily módon a magánszektor külfölddel szembeni pozíciója javult, ami elsősorban a bankok rövid lejáratú külföldi betétállományának növekedésében, s hitelállományának csökkenésében jelentkezett. Ezalatt a külföldiek nettó részvényvásárlása gyakorlatilag nullára redukálódott, amit annak fényében kell megítélni, hogy több, a válság által érintett országból a nettó részvénykiáramlás volt megfigyelhető, az tehát, hogy Magyarországon erre nem került sor, már önmagában kedvezőnek minősíthető.

A nettó közvetlen tőkebefektetések visszaesése a rezidens vállalkozások élénkülést mutató külföldi befektetéseihez is köthető, másrészt azonban a beáramlás terén is mutatkozott visszaesés. A negyedik negyedév változást hozott: a forintra nehezedő nyomás csökkenésével az MNB intervenciós devizaeladásai megszűntek, és az enyhülő nemzetközi tőkepiaci helyzetben az MNB hitelfelvétellel feltöltötte nemzetközi tartalékait. Egyidejűleg újra jelentős nettó állampapír-vásárlásokra került sor a külföldi befektetők részéről. Ezzel együtt a finanszírozás fő erejét újra a nem adósságjellegű befektetések adták: a nettó közvetlen tőkebefektetések és a portfólióbefektetés jellegű nettó külföldi részvényvásárlások.

Meg kell ugyanakkor jegyezni, hogy előbbieken belül a viszonylag mobilabb tulajdonosi hitellel történő finanszírozás magasabb mértéket ért el. Ugyancsak hozzájárult a finanszírozáshoz (ha még csekély mértékben is), hogy a magánszektor bizalma a forint iránt gyorsan helyreállt, így a negyedik negyedévben már nem került sor külföldön való nettó betétkihelyezésre, sőt, már nettó forrásbevonás volt újra megfigyelhető a nem részvény csatornán is.

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió USD					
	1997. III.n.év	1997. IV.n.év	1997	1998. III.n.év	1998. IV.n.év	1998
1. MNB és kormányzat	-621	-1314	-2467	649	243	-458
Hitelforgalom	-435	-933	-2637	-557	821	339
– ebből állampapírok	49	-241	159	-790	460	869
Nemzetközi tartalékok	-186	-381	170	1206	-578	-797
2. Magánszektor	280	953	1382	-526	376	882
Hitelforgalom	158	267	411	-527	84	374
Részvényfinanszírozás	122	686	971	1	291	508
3. Közvetlen tőkebefektetések	332	598	1653	169	424	1453
Részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	284	640	1526	161	246	947
Tulajdonosi hitelek	48	-43	128	8	178	506
4. Tőkemérleg és NEO	-68	58	413	139	-82	421
Összes finanszírozás (1+2+3+4)	-77	295	981	432	961	2298